

UNIVERSITA' DI PISA



Dipartimento di Economia e Management

**“Creazione di valore e corporate acquisition: L’analisi
di alcuni casi di successo”**

Corso di laurea magistrale in *“Finanza aziendale e mercati finanziari”*.

Candidato:

Eriola Muho

Relatore:

Giovanna Mariani

Anno accademico 2012-2013

INDICE

Introduzione.....	4
1. LE OPERAZIONI DI MERGER&ACQUISITION.....	6
1.1.Introduzione alle operazioni di Merger&Acquisitions.....	6
1.1.1. Cosa sono le operazioni di M&A's?.....	6
1.1.2. Iter-procedurale (aspetti civilistici).....	8
A) Fase preparatoria	9
B) Delibera Assemblea dei Soci e Atto di Fusione.....	9
C) <i>Due-diligence</i> : the 360 degree view.....	10
1.2.Responsabilità sociale nelle M&A's.....	13
1.3.Value creation tramite M&A's.....	16
1.3.1. La ricerca.....	17
1.3.1.1. Il settore conta.....	18
1.3.1.2. Le dimensioni contano.....	20
1.3.1.3. I momenti migliori/peggiori per la value creation.....	22
1.3.1.4. Cosa c'è dietro le migliori probabilità di successo?.....	23
1.3.2. Le sinergie.....	24
1.3.2.1. La classificazione delle sinergie.....	26
1.3.2.2. La valutazione delle sinergie.....	27
2. ANALISI EMPIRICA	33
2.1. Situazione attuale delle M&A a livello mondiale.....	34
2.1.1. L'attività M&A che ha coinvolto Private Equity.....	38

2.2. L'analisi delle Top 5 Family Bussines italiane	
2.2.1. Il caso AMPLIFON Spa	40
2.2.2. Il caso AUTOGRILL Spa	50
2.2.3. Il caso CAMPARI Spa	58
2.2.4. Il caso LUXOTTICA Spa	69
2.2.5. Il caso REPLY Spa	77
2.3. Conclusioni	85
2.4. Outlook	89
2.5. Esempio questionario	91
2.6. Bibliografia	102
2.7. Siti web consultati	104

Introduzione

Le operazioni finanziarie di Merger&Acquisitions costituiscono da tempo un filone molto interessante di studi e ricerca. Nell'ultimo decennio queste operazioni di finanza straordinaria si sono viste intensificare, determinando il closing di accordi non solo domestici, ma anche (e soprattutto) del tipo cross-border. La difficile situazione attuale del mercato, a causa della crisi finanziaria, rappresenta un fattore di stimolo per le acquisizioni, per via di prezzi minori delle target; infatti per garantire la propria "survival" le aziende che rappresentano difficoltà finanziarie sono disposte ad essere cedute alle bidder interessate alla loro acquisizione.

La globalizzazione, la competizione ed un mercato sempre più dinamico hanno apportato cambiamenti significativi al mondo dell'economia ed al modo in cui il business opera. Per essere più competitivi, molte imprese si sono fuse tra di loro, in modo tale da espandersi nei nuovi mercati, incorporare nuove tecnologie e/o incrementare il loro valore (Harpeslagh&Jemison, 1991). Le Mergers&Acquisitions (M&A) continuano ad avere un ruolo rilevante nel disegnare le "business activities"; si sono rivelate una strategia importante di business nel miglioramento della performance organizzativa e si fondano sull'assunzione che il valore della realtà aziendale dopo questa operazione, sia maggiore del valore delle due singole imprese precedenti (Mirvis&Marks, 1992). Le attività di M&A riguardano sia alle imprese quotate che a quelle non quotate nei mercati regolamentati. Le operazioni rientrano tra le modalità di crescita per linee esterne delle imprese, consentendo loro di raggiungere la massa critica necessaria per operare su più mercati -settoriali o geografici- e ottenere economie di scala e di scopo. Nella letteratura ci sono numerosi teorie che cercano di spiegare perché le imprese adattano strategie di crescita esterna tramite fusioni ed acquisizioni, analizzando anche le loro conseguenze sul piano economico, finanziario e patrimoniale. L'obiettivo di questa tesi è di analizzare se effettivamente le operazioni in questione creano valore nel settore delle *Family Business*; abbiamo individuato un campione di *Top 5* imprese familiari italiane che negli ultimi anni si sono distinte per la maggiore intensità operativa nel campo delle M&A: Amplifon, Autogrill, Campari, Luxottica e Reply.

Per condurre l'analisi abbiamo fatto ricorso ad un modello di "case study", elaborato per ogni società del campione sopra definito. Si tratta di un metodo ampiamente usato anche dalle aziende stesse, come strumento di comunicazione verticale. *La scrittura di un case study ci dà l'opportunità di esporre l'auspicabile abilità a trattare concetti teorici applicandoli a*

situazioni reali. Così, eventuali teorie sulle M&A (ad esempio sinergie, value creation ecc) li abbiamo considerati facendo riferimento ai dati quantitativi registrati dalle società nell'arco temporale 2007-2012, per condurre un'analisi non solo completa ma anche (e soprattutto) *veritiera*. Per capire meglio la situazione abbiamo elaborato un questionario (personalizzato ed inviato ad ogni società) in modo da permettere di “raccontare” la propria storia di successo al di fuori dei soliti schemi. Il coinvolgimento delle società oggetto di questa analisi ci è stato utile per definire meglio i contenuti e le conclusioni finali. Nella maggior parte dei casi però è stato difficilissimo ottenere una testimonianza diretta dalle aziende; le uniche società che effettivamente hanno risposto positivamente alla compilazione del questionario sono Davide Camapri Milano Spa e Reply Spa.

Nel primo capitolo, dopo aver fornito una breve introduzione sulle caratteristiche delle operazioni di M&A, riporteremo le problematiche legate alla creazione di valore e responsabilità sociale. Successivamente, nel secondo capitolo, dopo aver determinato i profili sotto i quali una impresa verrà qualificata come “*family business*”, si procederà con la rappresentazione della situazione attuale del mercato delle M&A a livello globale; in seguito verranno riportati i 5 case study relativi alle società, con le peculiarità che le operazioni di M&A hanno dimostrato nel corso dell'eventuale arco temporale preso in considerazione per l'analisi (che va dal 2005 al 2012, periodo questo che determina un ciclo economico completo, e di facile reperimento dei dati necessari, in quanto relativo agli ultimi anni). Concludono poi, le conclusioni e l'outlook relativo al futuro del mercato delle M&A.

CAPITOLO 1

LE OPERAZIONI DI MERGER&ACQUISITIONS

1.1 Introduzione alle operazioni di “Merger&Acquisition’s”

1.1.1 Aspetti generali delle operazioni di M&A

La crescita è una modalità attraverso cui le imprese possono acquisire, mantenere, sviluppare e consolidare il vantaggio competitivo; tuttavia appare evidente che le imprese non possono crescere, se non adottano strategie che le consentano di arrivare a quel vantaggio. Si tratta di operazioni che hanno carattere di natura eccezionale, sia per la frequenza che per l'impatto che producono sull'impresa.

“Le gestioni speciali costituiscono un insieme di decisioni - di carattere finanziario, amministrativo, fiscale di convenienza economica comparata - prese al fine del perseguimento di obiettivi di sviluppo (della redditività operativa, della quota di mercato) ovvero di razionalizzazione (dei costi diretti, delle strutture commerciali, delle procedure amministrative) consentendo, di conseguenza, una più accurata programmazione del carico fiscale”¹. Le Merger&Acquisitions sono un fenomeno relativamente recente, legato alla nascita dei mercati finanziari organizzati e dotato da un andamento ciclico (c.d. *merger waves*).

E' importante distinguere fra due tipologie di crescita aziendale, la prima mossa dall'interno consiste nello sviluppo di nuove attività facendo perno su capacità, competenze e risorse finanziarie, tecnologiche, manageriali già possedute; la seconda modalità di crescita è quella esterna, che può essere rappresentata in tante tipologie tra le quali:

- *Alleanze strategiche*, relazioni fra due o più aziende che adottano una prospettiva di condivisione delle linee strategiche;
- *Joint Venture*, alleanze formalizzate in assetti d'impresa autonomi sotto il profilo giuridico o almeno gestionale e organizzativo;
- *Fusioni e Acquisizioni*, modalità di crescita per via esterna assumendo il governo e la direzione piena delle combinazioni economiche acquisite;

¹ **M. Petrocchi**: *Le fusioni di società. Disciplina civilistica, tributaria, adempimenti e prassi contabile*, EBC, Milano 1992, pag. 2.

Ciascun tipo di queste forme ha la sua strategia, che deve assicurare la maggiore “creazione di valore” per l’impresa. Per qualsiasi opzione strategica sopra menzionata occorre un’assunzione di strategia chiara attraverso un management strategico, che riesca a realizzare i fini descritti e desiderati.

Con l’espressione inglese “Merger&Acquisitions” (M&A’s) si intende far riferimento al fenomeno conosciuto in Italia con il termine “Fusioni&Acquisizioni”. Nella definizione anglosassone, però, ci si sofferma principalmente sugli aspetti organizzativi delle operazioni in esame, prescindendo dalle forme giuridiche con cui esse si realizzano. Una fusione (*merger*) è una transazione in cui due o più società si fondano e tutti gli assets e le passività confluiscono in un unico soggetto giuridico. Dopo un merger, la società acquirente (*bidder*) sopravvive e incorpora la società “*target*”, che cessa di esistere (fusione per incorporazione). Quando invece, due o più società cessano di esistere per dare vita ad un unico organismo si tratta di fusione propria (o per unione, consolidation) (**art.2501 Codice Civile**). Oltre, a queste due forme maggiormente diffuse ci sono altro quattro tipi di fusione: fusione anomala, fusione inversa, fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (**art.2501 bis**) e fusione cui non partecipano società con capitale rappresentato da azioni (**art.2505 quarter**).

Un’acquisizione (*acquisition*) è una transazione tramite cui le azioni o gli assets di una società vengono acquisiti da un bidder (le strutture produttive ed organizzative rimangono dunque separate). Anche se concettualmente distinte, nella pratica fusioni e acquisizioni (M&A’s) vengono spesso assimilate. In linea generale, le “fusioni-acquisizioni” sono operazioni che consentono di realizzare la crescita esterna di una società, attraverso un’espansione dei volumi di vendita, il rinnovo e il potenziamento della gamma di prodotti, l’allargamento del proprio raggio d’azione, l’acquisizione di *know-how*, risorse e competenze ulteriori. Un’operazione di merger-acquisition si definisce correlata quando coinvolge due aziende che operano nelle stesse aree di business; si definisce invece verticale se, a seguito dell’operazione, si estende verso stadi precedenti o successivi di quella già svolta; infine, si definisce conglomerata quella operazione che vede protagoniste due aziende che operano in due differenti linee d’affari.

Da un punto di vista prettamente pratico, le operazioni oggetto di analisi si sostanziano nel passaggio del controllo di un’impresa ad un’altra impresa realizzando così una singola entità giuridica. Tale operazione viene perseguita nell’ottica di conservare, conquistare o potenziare un vantaggio competitivo. La crescita esterna consente, d’altro canto, di centrare gli obiettivi

di carattere strategico in tempi più rapidi rispetto ai programmi di investimento pluriennali interni, destinati a dare i loro frutti in tempi più estesi.

Altro aspetto da considerare è la possibilità di garantire una gestione combinata più efficiente delle risorse, dedicando tempo e competenze a quelle attività che costituiscono il core business (nelle quali si è già raggiunto un margine di esperienza) e realizzando al tempo stesso il proprio processo di crescita mediante l'acquisizione del personale, processi produttivi, *know-how* già disponibile nell'azienda acquisita; Infine, l'acquisizione di un'azienda talvolta può rappresentare l'unica via per realizzare un processo di crescita, soprattutto in relazione a quei settori caratterizzati da barriere all'entrata o dal rilascio di autorizzazioni o concessioni per lo svolgimento dell'attività, difficili da ottenere se non al costo di sacrifici particolarmente onerosi. Lo stesso discorso può interessare anche l'ambito dei mercati esteri, per i quali spesso solo le imprese locali sono in possesso dei requisiti necessari per ottenere il vantaggio competitivo. A tal fine, è necessario sottolineare come, le unificazioni di mercati territoriali inizialmente separati, possono spingere le imprese ad una crescita dimensionale che può essere diversa secondo l'obiettivo che ciascuna di essa si propone (se effettivamente puntare ad un mercato locale restando piccole imprese, operare in mercati di nicchia restando medio-piccole, o contare su mercati mondiali e su numeri elevatissimi di consumatori avendo dimensioni necessariamente maggiori, come avviene ad esempio con le imprese multinazionali bancarie o assicurative).

1.1.2 ITER-Procedurale (aspetti civilistici)

L'impresa acquirente deve necessariamente comprendere, analizzare e studiare l'impresa target e il suo mercato, i rischi associati alla transazione oltre che l'impatto finanziario e strategico dell'operazione sul proprio business. Per meglio raggiungere questo traguardo, la progettazione di operazioni di Merger&Acquisitions passa per alcuni "step" procedurali. Di fatto, i tre "maxi-step" del procedimento di fusione (con riferimento agli *art. 2501-2504 del CC*) sono:

- Fase preparatoria
- Delibera Assemblea dei Soci
- Redazione Atto di Fusione

A) Fase preparatoria

Nella prima fase del processo di progettazione dell'operazione vengono redatti quattro tipi di documenti:

- I.** Progetto di fusione, si tratta di un prodotto della “fase preparatoria” in cui gli attori delle diverse società che partecipano all'operazione negoziano e fissano gli accordi tra le diverse società partecipanti. I contenuti del progetto riguardano: i tempi dell'operazione (la data prevista per il *closing*), i modi/condizioni dell'attuazione e la funzione pubblicistica. Vengono, inoltre, incluse nel progetto ulteriori informazioni che “*devono in ogni caso risultare*” (**art.2501 ter**).
- II.** Situazione patrimoniale (**art.2501 quarter**): “gli amministratori devono redigere la situazione patrimoniale delle società stesse riferita ad una data non anteriore di oltre 4 mesi dal giorno in cui il progetto di fusione è depositato nella sede della società; la redazione dovrà avvenire “*con l'osservazione delle norme sul bilancio d'esercizio*”.
- III.** Relazione degli amministratori (**atr.2501 quinquies**): “gli amministratori devono redigere una relazione che deve illustrare e giustificare sotto il profilo giuridico ed economico il progetto di fusione, ed in particolare il rapporto di concambio delle quote o azioni”; le informazioni fornite tramite questa relazione devono avere natura operativa, strategica e valutativa.
- IV.** Relazione degli esperti (**art.2501 sexies**): si prevede l'obbligo da parte di uno o più esperti (nominati dal Presidente del Tribunale del luogo in cui la società ha sede) di redigere una relazione contenente un parere sulla congruità del rapporto di cambio; questa relazione deve inoltre specificare: il metodo/i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio (e i valori risultanti), le eventuali difficoltà di valutazione e l'elaborazione di un parere di adeguatezza del metodo/dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio.

B) Delibera Assemblea dei Soci e Atto di Fusione

Purché la fusione possa avvenire, dovrà essere approvata sotto forma di delibera dai soci. Nelle società di persone la deliberazione si effettua tramite la maggioranza dei soci, salvo diversa pattuizione. Nelle società di capitali invece, questo avviene con le maggioranze previste per modifiche dell'atto costitutivo o dello statuto della società. I soci dovranno conoscere le informazioni riguardanti l'operazione di fusione 30 giorni prima della delibera dell'Assemblea.

L'ultimo documento relativo alla progettazione di un'operazione di fusione e l'atto di fusione (**art.2504**). Si tratta di un contratto stipulato innanzi al notaio, previo decorso dei termini stabiliti per la tutela dei creditori. L'atto deve essere depositato in ogni caso per l'iscrizione, a cura del notaio o degli amministratori della società risultante dalla fusione o di quella incorporante, entro 30 giorni, nell'ufficio del registro delle imprese dei luoghi ove è posta la sede delle società partecipanti alla fusione.

C) Due Diligence : The 360 degree view

Effettuare un'osservazione completa sulle rilevanti cause di valore e rischio, fa aumentare la probabilità che l'operazione di M&A abbia successo. E' importante per le società, che intendono crescere mediante queste operazioni, di assicurarsi di tutti gli effetti che una transazione di M&A possa produrre. Sapere come gestire le sfide finanziarie e strategiche, che sono tenute a sorgere dalle operazioni di questo tipo, può migliorare notevolmente le probabilità di un successo nei deal conclusi.

I fattori che influenzano l'effettuazione delle operazioni di M&A e la conclusione dei deals non sono cambiati dalla fine degli anni '90:

- ✓ Soddisfare le richieste dei clienti
- ✓ Nuove opportunità di crescita
- ✓ Deregulation
- ✓ Economie di scala
- ✓ Accesso ai capitali ecc.

Sulla base delle più recenti indagini in quest'area (**John O. Nigh, pag.6, 2006**), le motivazioni che così tanti *deal* nel passato hanno fallito sono ora note:

- ✓ Non anticipazione degli eventi prevedibili
- ✓ Pagamenti troppo eccessivi per gli acquisti
- ✓ Non raggiungimento delle sinergie previste
- ✓ Condizioni economiche generali non favorevoli

E' interessante notare che l'incompatibilità culturale, che è stata una delle motivazioni principali nel fallimento delle fusioni passate, ora viene qualificata al quinto posto.

Di fatto, le cause di fallimenti recenti nell'ambito delle fusioni&acquisizioni hanno una cosa in comune: potevano essere evitate se l'operazione fosse condotta tramite un'opportuna “*due-diligence*”; ad esempio: il recente calo del premio pagato per l'acquisizione è probabile che sia un effetto derivante dal miglioramento conseguito in termini di *due-diligence*. Si tratta di un processo investigativo sulla struttura operativa ed economico-finanziaria della società target, allo scopo di ottenere prima del perfezionamento del contratto una conoscenza preliminare diretta e sufficientemente organica sull'esistenza di costi occulti nel bilancio della target, e di costi e rischi latenti nell'operazione. Il “*360 degree due diligence*” è un approccio di comprensione che racchiude in se tutte le discipline rilevanti, in modo tale da ottenere le informazioni desiderate dalla target. Queste discipline comprendono ambiti diversi della realtà aziendale, quali: legal, tax, accounting, sottoscrizione, investment banking, management generale, information technology (IT), e risorse umane. Con riferimento al valore dovuto dalla società bidder, il processo in questione può identificare considerazioni finanziarie significative (quali: risparmi di costo, benefici da sinergie, risparmi di imposizione fiscale) in grado di aggiungere valore, che poi viene o meno compreso nel prezzo pagato dalla bidder.

Fondamentalmente si tratta di condurre una valutazione analitica parallela, ma correlata: *l'analisi di business* e *l'analisi delle questioni connesse al personale*, per arrivare così ad un quadro preciso di valore e ad un prezzo ragionevole. **a)** L'analisi di business si concentra sulla razionale proiezione di guadagni futuri, utilizzando dati storici. Questa analisi dovrebbe individuare e modellare le sinergie tra la target e la bidder, così come dovrebbe tenere conto dell'esposizione al rischio e delle eventuali strategie di gestione dello stesso. L'analisi di business produce una valutazione finanziaria, dettagliando quattro componenti basilari del valore stimato: patrimonio netto rettificato, valore del portafoglio in vigore, valore del nuovo business e valore del franchising. Un secondo prodotto dell'analisi di business è la valutazione strategica, che esamina questioni di compatibilità culturale: ‘sono le culture delle società coinvolte compatibili e complementari tra di loro, o possono creare conflitti, fondamentali nel successo/insuccesso dell'operazione?’. La valutazione strategica valuta anche le fonti della performance e della capacità organizzativa che la target offre. Alcune di queste capacità possono sovrapporsi con quelle della società acquirente, mentre altre possono essere così “importanti” che sono in realtà il punto di accordo. Per alcuni bidder, ad esempio, può essere più veloce e facile acquistare una capacità di distribuzione grande, che costruirne o

ristrutturarne una nuova. Inoltre, l'analisi strategica esamina il posizionamento sul mercato della società target.

b) L'analisi delle questioni legate al personale rappresenta la seconda grande valutazione della *due-diligence*. Considera sia il valore legato al personale esistente (*know-how*) che i costi e le passività attribuibili allo stesso (ad esempio: costi di adeguamento dei programmi di retribuzione). Questa analisi esamina sistematicamente una serie di vicende legate all' area *Human Resources* (considerando l'intera gamma di competenze e capacità tecniche detenute dalla target).

Le domande maggiormente diffuse durante il processo di *due-diligence*, che conducono l'intera fase valutativa sono:

- *Qual è il valore della target?*
- *Che valore verrà aggiunto alla bidder dopo la conclusione della trattativa?*
- *Quali sono le sinergie?*
- *Quali sono i rischi che bisogna gestire(e minimizzare) per creare valore?*
- *Quali sono i costi dell'operazione e gli eventuali piani di sostegno degli stessi?*

Il primo passo da intraprendere, lungo il cammino che porta alla giusta decisione, è valutare se l'azienda che si vuole acquisire sia effettivamente meritevole dell'operazione; a tal fine sarà necessario estrapolare dai vari studi, ricerche, analisi e documenti contabili, il **fair value** dell'impresa (inteso come il valore attuale dei flussi di cassa futuri) per determinare come questa possa migliorare la redditività complessiva e creare valore. Una volta determinato il fair value, sarà opportuno considerare quant'è necessario pagare per acquisire la target, in relazione alle richieste espresse dai suoi azionisti. Nell'esaminare la convenienza o meno dell'operazione, si dovrà tenere conto delle sinergie che possono scaturire (sinergie di costi o di ricavi). Nel momento della decisione relativa alla valutazione della convenienza dell'operazione e nello stabilire quanto pagare per esso, ci sono inoltre una varietà di fattori di carattere qualitativo da esaminare, oltre quelli più squisitamente quantitativi. Questi fattori attengono soprattutto all'analisi della situazione macroeconomica, alla sostenibilità dell'operazione rispetto alla propria strategia di business, e al modo in cui i due business verranno combinati congiuntamente. La *due – diligence*, quindi, rappresenta un elemento della fase della trattativa che produce informazioni utili nella stesura dell'offerta preliminare per valutare gli impatti dell'operazione (sullo stato patrimoniale e sui flussi dell'incorporante) e per valutare le varie modalità di finanziamento, così come la necessità di eventuali

riorganizzazioni interne conseguenti l'operazione. In base a queste informazioni, la società può decidere di portare al termine la conclusione della trattativa (qualora risultasse conveniente), o può valutare l'opportunità di non procedere all'acquisizione.

1.2 Responsabilità sociale nelle M&A's

Sin dalla crisi finanziaria globale, molte società hanno iniziato a sperimentare gli effetti negativi nel proprio conto. Le strategie di ristrutturazione hanno spesso finito per peggiorare la situazione. In queste circostanze, l'acquisizione cross-border di una significativa quota di proprietà sembra essere una soluzione plausibile nel fare crescere la propria business activity. In Europa, ci sono molte domande relative ad una perdita di lavoro e ad altri effetti negativi per l'economia locale, legati ad una acquisizione cross-border (bidder straniera). Particolarmente, negli ultimi anni, queste preoccupazioni si sono incrementate con l'arrivo dei paesi **BRIC** (**B**rasile, **R**ussia, **I**ndia e **C**ina) che entrano nelle economie occidentali tramite investimenti "greenfield", joint ventures, o acquisizioni di società già esistenti (*M. Ciambotti, S. Aureli, P. Demartini, pag 45, 2011*). Lo scopo di questo paragrafo è di capire gli elementi considerati dagli stakeholders, in termini di stabilità economica e sociale, che possono influire la selezione della stessa bidder e addirittura la fase di negoziazione.

I managers delle società straniere devono imparare a prestare più attenzione alle vicende locali (oltre ad analizzare le possibili sinergie) e preparare una strategia di comunicazione nei confronti degli stakeholders locali. Le decisioni dei managers, spesso si basano su considerazioni strategiche riguardanti l'andamento del mercato azionario, l'efficienza produttiva, le sinergie ed altri aspetti finanziari. La regolamentazione locale, le norme sociali o la cultura rappresentano ugualmente dei fattori importanti, che però a volte vengono considerati come poco (o per niente) significativi nella conclusione della negoziazione. Spesso, il processo di acquisizione viene analizzato dal punto di vista dell'acquirente, il che implica una prospettiva di valore per gli azionisti. Questo paragrafo invece, cerca di analizzare l'altro lato della storia, il punto di vista degli stakeholders che vendono la società. Quali sono i rischi che un acquirente possa provocare ad una società collocata in un altro paese? Quanta attenzione prestano a questa vicenda gli stakeholders della società target? E come questo possa influire le decisioni di un potenziale acquirente? Alcune differenze

possono essere individuate nel contesto culturale (che tipicamente caratterizza i paesi dell'Europa continentale) dove, sia obiettivi economici che sociali devono essere raggiunti dalle società; ci si aspetta, dunque, che i managers prendano decisioni equilibrate per gli interessi di tutti gli stakeholders coinvolti. In questi paesi, i dipendenti, i fondi pensione e le autorità locali, hanno un ruolo sempre più attivo nel ribadire il loro punto di vista su come dovrà essere creato valore. E' molto comune ormai per i managers, cercare l'approvazione di una terza parte prima di finalizzare il contratto di M&A (ad esempio può essere necessario includere importanti clienti, fornitori o altri soggetti, il ruolo dei quali può influire la fase di implementazione della fusione e la sua performance futura). Inoltre, il contesto europeo è caratterizzato da molte imprese di piccole e medie dimensioni, che sono profondamente legate alla comunità locale nella quale operano. Questi business, spesso partecipano in networks dotati dalla presenza di una pluralità di interessi, sia di natura pubblica che privata, che promuovono l'implementazione di programmi locali e li misurano in favore dell'ambiente locale. In questo contesto, la responsabilità sociale non è più unicamente il reame di una società individuale, ma di tutta la comunità -il territorio- che agisce per migliorare la qualità di vita della gente. Quindi, si può dire che in questo contesto, gli stakeholders di una società locale possono avere un ruolo decisivo nel processo di acquisizione. Questo è particolarmente vero, quando la società target rappresenta un brand importante per il territorio in cui si localizza e l'acquirente potenziale si considera come un attore esterno che può distruggere tutto quanto.

Un caso interessante che descrive questa situazione e la sua potenziale influenza sulle strategie di espansione è l'acquisizione dell'italiana **Benelli Spa** da un gruppo cinese nel 2005. Benelli è una società di medie dimensioni fondata nel 1911. Durante l'ultimo decennio ha rappresentato l'eccellenza italiana nella produzione delle potenti due-ruote insieme ad altri brand famosi, come Ducati, Aprilia, Moto Guzzi, e MV Agusta che rappresentano i leader del mercato europeo delle motociclette. Oggi Benelli disegna e produce un numero limitato di motociclette nel segmento pesante del mercato, cercando di competere con Triumph e Harley-Davidson. Benelli si trova nella regione delle Marche (Pesaro), dove i valori e i comportamenti della responsabilità sociale sono più che diffusi. Questa società ha sempre mostrato un coinvolgimento durevole nel territorio in cui si trova e ha rappresentato una parte importante dell'industria regionale. La società ha registrato molti successi e anche alcuni fallimenti nel corso degli anni. L'ultima crisi risale al 2005. In questo caso, le difficoltà finanziarie legate agli numerosi investimenti richiesti per la continuità dell'innovazione e la

qualità delle motociclette fabbricate, hanno forzato il management a fermare la produzione nel 2005 e mettere la società in liquidazione. La famiglia Merloni ha iniziato così a cercare un possibile acquirente. Hanno selezionato e iniziato a negoziare con John Galt Investment Ltd, società sotto il possesso della famiglia russa Solemnsky. Inizialmente si trattava di una acquisizione amichevole, ma presto si crearono dei problemi trasformandola in una acquisizione ostile. Il management e i dipendenti di **Benelli Spa**, sottolinearono che l'acquisizione poteva probabilmente risultare in un crollo della società, col trasferimento della sede nel Regno Unito e la perdita del proprio lavoro. In più, un'intera industria locale probabilmente rischiava l'estinzione. La John Galt Investment Ltd non aveva più alcun futuro quando la cinese **Qianjiang Corporation** iniziò a prestare interesse all'acquisizione. La società cinese propose un'offerta molto più interessante per gli stakeholders di **Benelli Spa**; è arrivata con un piano industriale specifico che prevedeva la ripresa della produzione a Pesaro, lo sviluppo di nuove linee di prodotto e nuove assunzioni. I rappresentanti della società cinese mostrarono un interesse significativo per le aspettative degli stakeholders locali, partecipando in incontri pubblici con politici locali e dipendenti della target. La partecipazione estesa e la comunicazione rappresentavano due aspetti che facevano distinguere la strategia di acquisizione della bidder cinese. Mentre l'acquirente russo non rispondeva a tutte le domande degli stakeholders, considerando l'operazione una semplice operazione finanziaria tra venditore e acquirente, l'acquirente cinese spiegava il suo piano di ricovero a tutti gli stakeholders locali. Ugualmente importante per il closing dell'operazione era la compatibilità strategica tra le due società; da un lato c'era una grande società cinese con capitale finanziario da investire, alta capacità produttiva e una rete di distribuzione internazionale; dall'altro lato c'era Benelli, una piccola società in difficoltà finanziaria, ma con una esperienza di lungo termine nell'industria delle motociclette, *know-how* significativo, e un brand riconosciuto basato sul design, la qualità e l'innovazione italiana. Di conseguenza, in tre mesi il contratto con la famiglia Solemnsky fu cancellato e **Benelli Spa** fu acquistata dalla cinese **Qianjiang Corporation**.

1.3 Value Creation tramite M&A's

Come accennato anche nei paragrafi precedenti, l'obiettivo principale delle operazioni di merger e acquisition è proprio il **value creation**. Non sempre però le operazioni in questione hanno creato valore, in molti casi precedenti hanno distrutto valore anche in modo considerevole, risultando un fallimento per le società coinvolte. Da una ricerca recente di **Accenture**, società operativa nel settore finanziario a livello globale, (*Outlook, la rivista del business ad alta performance, nr 1, 2012*) emerge che il tasso di successo delle operazioni di fusione e acquisizione recentemente è migliorato, e che le aziende che hanno fatto registrare le migliori performance sono in grado di creare valore per gli investitori in misura rilevante in qualsiasi settore o regione geografica, in qualunque fase del ciclo economico e utilizzando varie soluzioni di finanziamento².

Considerando il ben documentato elenco di operazioni commerciali fallite, quella delle fusioni e acquisizioni è consigliabile come strategia di crescita da perseguire? L'opinione diffusa formulatasi sulla base di una serie di studi sull'M&A condotti durante gli anni Novanta e ancor prima sembrerebbe dire di no. Utilizzando vari approcci di tipo quantitativo, queste analisi hanno elaborato un tasso di fallimento delle fusioni di addirittura il 70%, e in alcuni casi, perfino del 90%. Nonostante questo, varie società per azioni e aziende a capitale privato ne hanno realizzato un numero in crescita costante di M&A fra il 2002 e l'anno record del 2007, prima della crisi economica. E' possibile che questi grandi compratori si siano sbagliati? Tutt'altro che avventati, questi dirigenti avevano scoperto qualcosa. In effetti una ricerca condotta da Accenture sugli accordi conclusi fra il 2002 e il 2009 (che prende in considerazione anche le implicazioni finanziarie di quegli accordi fino al 2011) rivela che il 58% di tutte le fusioni e acquisizioni avvenute durante quel periodo di fatto ha creato valore per il compratore (vedi grafico nr.1).

² Gli strumenti più utilizzati che misurano la creazione di valore nell'analizzare e valutare tale operazioni sono:

- Tecnica "*event study*" (è un metodo di analisi statistica del comportamento di una serie storica, tipicamente rendimento dei titoli o volumi di scambio, nel periodo intorno ad un dato avvenimento. La finalità della tecnica suddetta è valutare l'impatto dell'evento sulla serie economica/finanziaria in questione).
- Studi dinamici delle performance di medio termine pre e post fusione, sia in termini di redditività che di efficienza.

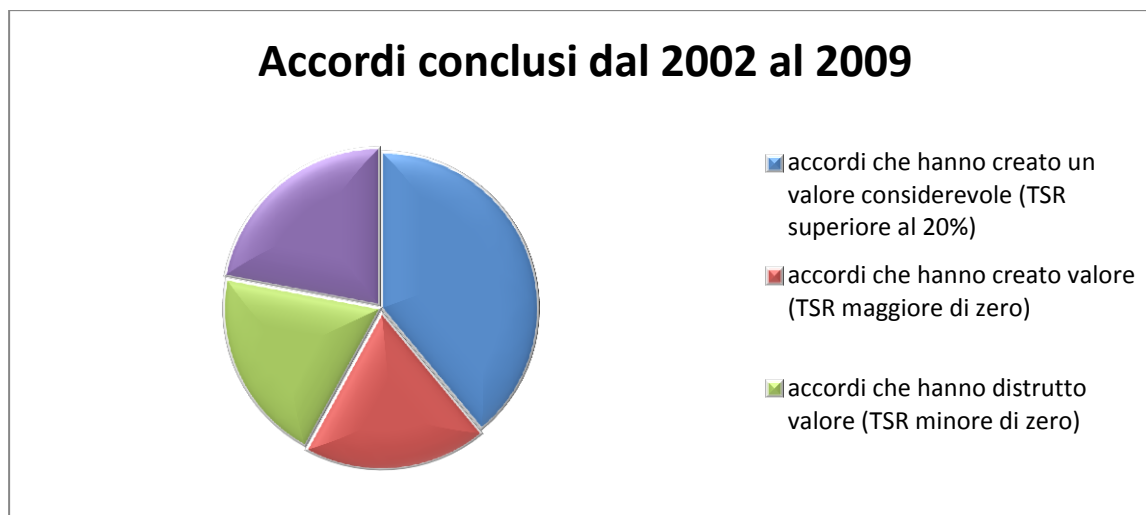


Grafico nr.1: Rendimento totale per gli azionisti (Total Shareholder Return misurato 24 mesi dopo l'annuncio dell'accordo)

Fonte: elaborazione su dati Accenture

1.3.1 La ricerca

Vengono prese in esame le 500 più importanti operazioni di acquisizione-fusione portate a termine in tutto il mondo da compratori quotati in borsa fra il 2002 e il settembre 2009 e viene quindi analizzata la loro performance finanziaria due anni dopo l'annuncio dell'accordo, fino a settembre 2011. Come parametro di misura del successo si utilizza il rendimento complessivo dell'investimento per gli azionisti (Total Shareholder Return TSR) calcolato sommando i dividendi alla variazione netta del valore di un titolo in un dato periodo di tempo, in relazione a un indice di settore di Standard&Poor's. Per quanto sia vero che non esiste un modo giusto per misurare le performance, il TSR fornisce una visione concreta, obiettiva e quantificabile del successo di un operazione. 24 mesi dopo la data dell'annuncio dell'accordo è stato misurato il TSR della società acquirente relativamente al suo indice di settore. Questo ha consentito di registrare l'impatto legato all'integrazione della società target e i vantaggi a lungo termine dell'acquisizione. Si ritiene che questo metodo sia superiore in termini di impatto reale ad alternative quali la semplice misurazione della prospettiva iniziale del mercato della promessa dell'operazione commerciale sulla base delle fluttuazioni del prezzo del titolo nel breve termine. Si è consapevoli che la performance del prezzo del titolo di una società rispetto alle proprie controparti di settore possa essere influenzata da molti fattori nel corso di 24 mesi. Tuttavia, secondo l'esperienza del settore, nel caso degli accordi M&A's su larga scala, il progresso e i risultati del programma di integrazione sono maggiormente i principali fattori di traino della performance del TSR. Si è scelto un periodo di 24 mesi perché

l'esperienza indica che anche per le acquisizioni più impotenti non dovrebbe essere necessario un tempo superiore a questo per l'intergrazione. Inoltre, la ricerca dimostra che il mercato tende a non attribuire valore alle sinergie realizzate dopo il secondo anno dell'accordo. L'esame degli accordi annunciati fra il 2002 e il settembre 2009 ha consentito di analizzare un ciclo macroeconomico completo, dal punto più basso della recessione al picco e di nuovo al punto più basso. La fase da cui si parte è stata la recessione minore conclusasi nel 2002, mentre la fase finale coincide con il momento peggiore della Grande Recessione del 2009. L'analisi è stata limitata a questo periodo anche perché si voleva scegliere un arco temporale in cui gli effetti delle nuove tecnologie, quali gli strumenti di produttività personale e gli smartphone, fossero già ben consolidati. In altre parole, per evitare che l'adozione sempre più diffusa dei telefoni cellulari o di Internet alla fine degli anni Novanta potesse condizionare le misurazioni e le spiegazioni dei miglioramenti storici dei tassi di successo delle operazioni di fusione e acquisizione. Infine, per questo studio sono state selezionate soltanto i 500 accordi più importanti perché questo tipo di transazioni presenta il rischio più elevato di "messa in gioco della società" per le società acquirenti e le carriere dei loro dirigenti. Soltanto accordi di questa portata sono sufficientemente estesi e completi e influenzano l'intero patrimonio del compratore in misura sufficiente per essere capiti in un ottica di analisi del TSR sul lungo termine.

1.3.1.1 Il settore conta

La potenzialità o non potenzialità di crescita di un settore si rivela molto attinente alla sua capacità di creare valore da una fusione o acquisizione. Questa ricerca mette in luce un ampio ventaglio di potenzialità di creazione di valore nei vari settori da un rendimento totale medio per gli azionisti del 25% per accordi conclusi nell'ambito del mercato bancario e dei capitali fino ad uno scoraggiante -23% nel settore del retail e dei servizi (vedi grafico nr.2).

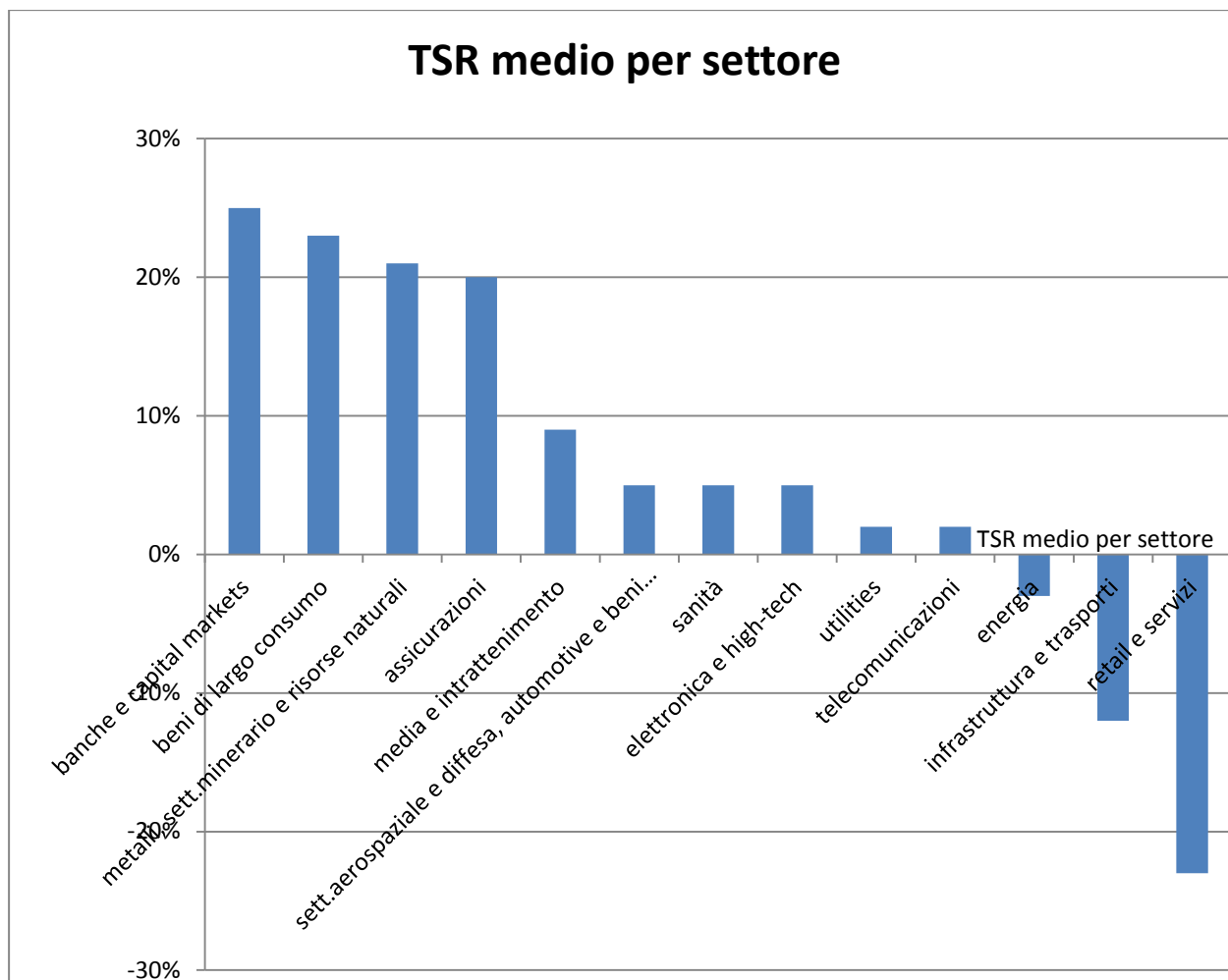


Grafico nr.2: TSR medio per settore di appartenenza

Fonte: elaborazione su dati Accenture

Il fattore significativo che potrebbe spiegare perché le banche sono riuscite a creare valore mentre non è stato così nel settore della vendita al dettaglio, potrebbe essere l'atteggiamento nei confronti della crescita. I banchieri hanno acquistato e consolidato senza sosta dal 2002 al 2009, generando un volume di M&A superiore a quello di qualunque altro settore, mentre i consumatori di tutto il mondo dimostravano di apprezzare i marchi bancari affermati. Gli accordi internazionali, quali l'acquisizione di RBTT Financial Group da parte della Royal Bank of Canada e l'acquisizione da parte della viennese Erste Group Bank di una quota rilevante della Banca Commerciale Romana, hanno avuto grande successo nel rendere accessibili ai consumatori delle economie emergenti marchi affidati e stabili e capacità di portata mondiale. I retailer, invece, hanno volato basso restando concentrati sulle loro questioni interne. I principali protagonisti del settore hanno dovuto fronteggiare difficoltà ben documentate nel tentativo di entrare in nuovi mercati per cogliere opportunità di crescita. Di

conseguenza, fra il 2002 e il 2009, pretendo in esame i 500 accordi commerciali più importanti, nessuna delle acquisizioni nel settore retail dei mercati emergenti è stata effettuata da acquirenti delle economie sviluppate. Il settore è importante anche nel senso che, quelli con un minore tasso di concentrazione tendono a creare più valore in seguito a una M&A di quelli con una concentrazione più elevata, secondo la misurazione effettuata in base all'indice *Herfindahl-Hirschman*, (*HHI*)³. Si tratta di una relazione piuttosto approssimativa, ed è possibile che se la ricerca non si fosse limitata ai 500 accordi commerciali più importanti, avremmo raccolto maggiori prove di questa tendenza. I settori caratterizzati da una concentrazione minore offrono ai potenziali acquirenti un panorama ricco di obiettivi in cui possono individuare e acquisire aziende più piccole e più adatte che soddisfano in modo ottimale i loro specifici criteri di selezione –vantaggio che in qualche misura si perde se il compratore è deciso a concludere un affare su larga scala. Inoltre, i settori con una minore concentrazione sono tendenzialmente meno maturi e meno regolamentato di quelli a maggiore concentrazione, agevolando di conseguenza l'attuazione del cambiamento durante la difficile fase di integrazione post-fusione dell'operazione.

1.3.1.2 Le dimensioni contano

<<Quanto maggiore la portata dell'operazione commerciale, tanto maggiore il ritorno>>. In realtà, di solito è vero proprio il contrario: le operazioni di portata più contenuta di fatto rendono più di quelle su larga scala. Questo probabilmente è dovuto al fatto che vengono ridotti al minimo svariati rischi, come quelli legati alla ricerca di un allineamento delle posizioni di dirigenti e consiglio di amministrazione sull'accordo commerciale, o al mantenere la segretezza per tenere all'oscuro altri potenziali pretendenti. Nel caso di

³ si tratta di un indicatore di concentrazione usato soprattutto per misurare il grado di concorrenza presente in un determinato mercato. L'indice è dato dalla somma dei quadretti delle quote di mercato, espresse in % e detenute da ciascun agente.

$$HHI = \sum_{i=0}^n (q_i * 100)^2$$

Dove q_i è la quota dell'agente i -esimo.

Il valore di HHI è sempre positivo e al massimo pari a 10.000 nel caso ci sia un solo agente nel mercato. Un valore di HHI compreso tra 1.000 e 1.800 indica un mercato moderatamente concentrato, mentre un valore superiore ne indica un fortemente concentramento.

operazioni di scala minore è inoltre più facile applicare misure di *due-diligence* efficaci e mobilitare le risorse necessarie per gestire elaborate iniziative di integrazione post fusione. Infatti, su un periodo di 7 anni, gli accordi di valore compreso fra 1 e 5 miliardi hanno portato alle aziende i risultati positivi migliori indipendentemente dall'accordo, mentre gli accordi di valore superiore ai 20 miliardi hanno fatto registrare i risultati peggiori (vedi grafico in basso).

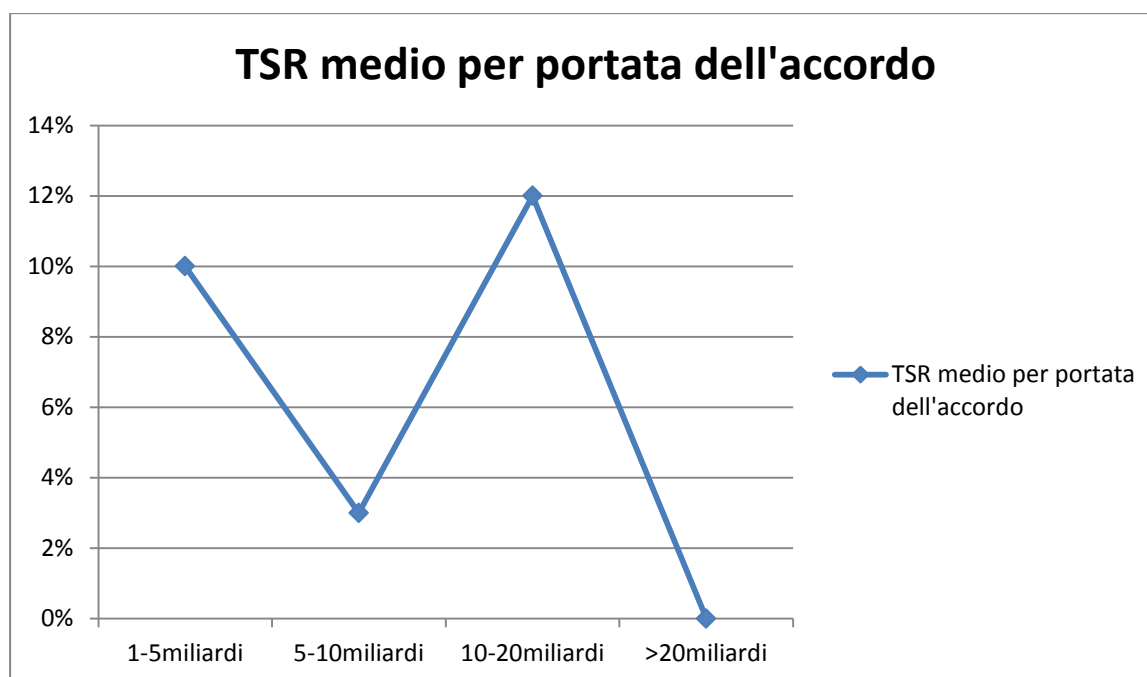


Grafico nr.3: TSR medio per dimensioni dell'operazione

Fonte: elaborazione su dati Accenture.

Operazioni di vasta portata possono anche rappresentare uno scostamento significativo dalla principale attività e dalla strategia di un'azienda e comportare quindi rischi maggiori. In altre parole, un'ambiziosa operazione di M&A può prosciugare le risorse anche dei compratori più forti e capaci (in verità le operazioni che superavano i 20 miliardi erano poco più di 30, di conseguenza il campione preso in esame è piuttosto limitato; ciò nonostante, il calo in termini di performance era considerevole).

Più piccolo è anche meglio quando si tratta delle dimensioni del compratore. Questa ricerca conferma quanto rilevato da studi precedenti da cui emerge che nel campo dell'M&A il successo favorisce i compratori più piccoli. In effetti, le fusioni o acquisizioni effettuate da società con oltre 100 miliardi di dollari in capitalizzazione di mercato hanno di fatto distrutto

valore durante un periodo in cui la creazione di valore era la norma. Le grandi società fanno registrare scarse performance nell'ambito dell'M&A rispetto alle loro controparti di dimensioni più contenute perché non hanno l'agilità e la focalizzazione necessarie per effettuare le acquisizioni giuste o per attuare l'integrazione con successo. Si ritiene inoltre che i compratori di grandi dimensioni siano eccessivamente penalizzati dal disallineamento degli incentivi dei dirigenti, in quanto il top management è spesso basato soprattutto sulla crescita. Pare quindi, che i compratori di grandi dimensioni riescano a creare valore da una fusione o acquisizione con minore certezza rispetto alle loro controparti di dimensioni più ridotte.

1.3.1.3 I momenti migliori/peggiori per la value creation

Da questa ricerca emerge che l'opportunità migliore per creare valore per gli azionisti si verifica quando il management agisce durante la fase di ascesa verso il picco del mercato al rialzo, non quando il mercato è in corsa verso il ribasso o durante le fasi iniziali di una ripresa economica. Gli anni migliori per effettuare acquisizioni atte a creare valore sono stati dal 2003-2005, quando il TSR medio superava il rendimento di quell'anno rispetto ai corrispondenti indici di settore S&P di almeno 13%. Ma perché questi sono stati gli anni di così grandi successi in termini di creazione di valore per gli azionisti attraverso M&A's? Erano gli anni della bolla economica, caratterizzati da una forte domanda e dal credito più economico del normale. In un tale contesto le opportunità di successo sul mercato di un'azienda possono aumentare esponenzialmente. Nel corso di questi anni, inoltre, i prezzi delle materie prime e dell'energia erano relativamente bassi rispetto ai picchi registrati in seguito nel 2007-2008. Energia e materie prime più economiche si traducono in costi inferiori e risultati economici migliori, situazione che può contribuire a rendere positivi perfino investimenti discutibili. Viceversa, i tempi peggiori per la creazione di valore attraverso operazioni di M&A sono stati l'anno della lenta ripresa del 2009 e il picco del ciclo macroeconomico nel 2007, quando il TSR medio delle grandi acquisizioni annunciate si è abbassato fino a meno del 5% negativo. In effetti si è osservato che i tre settori che hanno distrutto valore in seguito a fusioni&acquisizioni fra i 2002 e il 2009 (retail, energia e infrastruttura e trasporti) hanno tutti pagato anche a causa di operazioni commerciali di vasta portata e un tempismo sbagliato al picco del ciclo del 2007.

1.3.1.4 Cosa c'è dietro le migliori probabilità di successo?

Si ritiene che il tasso di successo delle M&A – compreso tra il 10% e il 30% nel passato, per arrivare al 58% come rilevato nel periodo 2002-2009 – sia in crescita per numerose ragioni. Innanzitutto, la presenza più concreta di consigli di amministrazione più coinvolti induce le società acquirenti a condurre l'operazione con maggiore scrupolosità e a valutare e riferire sul grado di successo utilizzando strumenti di misurazione collaudati. In secondo luogo, circostanze straordinarie verificatesi durante il periodo 2002-2009, come la rapida ascesa della Cina o la bolla economica, hanno probabilmente ribaltato i risultati in senso positivo. E in terzo luogo, i compratori più attivi stanno dedicando maggiore attenzione ai fattori di successo dell'integrazione post-M&A diffuse dai professori delle migliori scuole aziendali e da società di consulenza gestionale. Coinvolgendo i responsabili delle unità di business già nelle prime fasi del processo di selezione e studio dei target più appropriati si può individuare sin dall'inizio la potenzialità di creazione di valore o sinergie di un accordo. Questi leader testano esplicitamente le proprie ipotesi durante il processo di due-diligence e implementano soluzioni vincenti di integrazione post-fusione. Tra i principali fattori di successo delle operazioni di M&A's possiamo effettuare una classifica in due categorie: i fattori basilari e i fattori abilitanti.

I fattori basilari di successo delle M&A's:

- Gestione strategica; per procedere ad un'acquisizione occorre avere una solida giustificazione logica e impiegare i metodi appropriati per selezionare i potenziali obiettivi.
- Gestione delle transazioni; ridurre il rischio svolgendo nel modo corretto valutazione, due-diligence e negoziazione e limitando al massimo i passaggi di consegne e la perdita di informazioni fra queste attività.
- Gestione dell'integrazione; mobilitare e focalizzare l'organizzazione sulla pianificazione e l'esecuzione in linea con la logica strategica dell'accordo.

I tre processi abilitanti invece sono:

- Governance dell'M&A; prendere le decisioni giuste utilizzando le persone giuste nel momento giusto.

- Gestione della performance dell'M&A; misurare correttamente il successo, in relazione sia agli indicatori anticipatori che agli indicatori susseguenti, e premiare la performance in base a essi.
- Gestione della conoscenza in ambito M&A; imparare e applicare le lezioni derivanti da operazioni di M&A nel passato.

1.3.2 Le sinergie

In termini di creazione di valore è opportuno valutare le sinergie che possono derivare dal consolidamento di due o più unità aziendali. E' stato confermato da tempo ormai che, le sinergie costituiscono una delle motivazioni strategiche principali (se non quella più importante) che conduce verso operazioni di M&A's. Il termine sinergie deriva dal greco “*synergia*” o “*synérgeia*”, che significa “*cooperare*” (*Capasso A., Meglio O., pag.84, 2009*) . Dunque, realizzare delle sinergie vuol dire ottenere un effetto derivante dall'azione congiunta di più fattori, che è diverso rispetto alla semplice sommatoria dei fattori stessi. Tali effetti possono essere: **a)** positivi, qualora si realizzi un potenziamento dell'efficacia delle azioni derivanti dalla combinazione dei fattori; e **b)** negativi, nel caso in cui il risultato dell'azione congiunta (M&A) dei diversi fattori sia minore rispetto alla loro semplice sommatoria. Quindi, la teoria aziendale intende determinare tramite questo termine il fatto che “il tutto vale più della somma delle sue componenti”. In generale, gli studi aziendali giustificano le operazioni di M&A's riferendosi alla possibilità di realizzare sinergie positive, ciò significa che il valore delle business combination si ipotizza maggiore del valore delle due imprese considerate indipendentemente.

$$W_{AB} > W_A + W_B \quad [1]$$

$$W_{AB} = W_A + W_B + S \quad [2]$$

Tuttavia, come già ricordato, i risultati delle M&A's mostrano una elevata variabilità, e, dunque, è importante considerare anche la possibilità che si realizzino delle sinergie negative, e di conseguenza, che l'operazione di M&A distrugga valore:

$$W_{AB} < W_A + W_B \quad [3]$$

$$W_{AB} = W_A + W_B - S \quad [4]$$

Quindi, esprimendo tutto in termini analitici, il valore di un'acquisizione totale risulta una semplice somma algebrica tra valore stand alone della target e valore delle sinergie (divisibili o meno). Nel caso di un'acquisizione parziale (es: acquisto delle partecipazioni di controllo) la formula diventerebbe:

$$W_x = (W_{base} + W_{div}) * X + W_{ind}$$

Dove:

- W_x valore di acquisizione del pacchetto
- W_{base} valore stand alone dell'azienda target
- W_{div} valore dei benefici riferibili a sinergie ed opportunità divisibili
- W_{ind} valore dei benefici riferibili a sinergie ed opportunità classificate come indivisibili
- X percentuale del capitale cui la partecipazione si riferisce

Il maggiore valore, che s' intende ottenere dall' acquisizione, può derivare da un recupero di efficienza, e quindi da una riduzione dei costi o da un aumento dei volumi di vendita, da una riduzione del rischio o da un aumento della quota di mercato. In sintesi, i fattori alla base della formazione di sinergie possono essere classificati come segue:

Incremento dei ricavi	Recuperi di efficienza nel marketing	Maggiore efficienza nella distribuzione e nel mix di prodotti
	Benefici strategici	Prevalentemente di carattere intangibile e legati al mutato contesto competitivo
	Potere di mercato	Quando l'acquisizione di un concorrente accresce la quota di mercato dell' acquirente
Riduzione dei costi	Economie di scala	Legate alle maggiori dimensioni aziendali
	Risorse complementari	Quando l'acquisizione determina lo sfruttamento congiunto di risorse critiche
	Eliminazione manager inefficienti	Le ristrutturazioni operative hanno spesso impatto sull' organigramma aziendale

Riduzione dei rischi		L'aumento della quota di mercato comporta una minore variabilità dei risultati e quindi una riduzione del rischio
Vantaggi fiscali	Riporto delle perdite	In relazione ai vincoli legislativi dei paesi in cui avviene la transazione
	Utilizzo di capacità di debito non sfruttata	Con un migliore utilizzo dell'effetto leva finanziaria
	Utilizzo di liquidità eccedente	L'acquisto di azioni tende a generare un carico fiscale inferiore rispetto al pagamento dei dividendi

Tavola 1. Fattori alla base della formazione di sinergie

1.3.2.1 La classificazione delle sinergie

Ne possiamo riconoscere sostanzialmente 4 categorie:

- ❖ **Sinergie di mercato**, le operazioni di M&A's possono contribuire ad accrescere il potere di mercato all'interno di uno o più mercati in due casi distinti: **a)** quando, tramite l'operazione, l'impresa raggiunge una quota di mercato così elevata da permettergli un potere monopolistico; **b)** quando il numero di imprese operanti nel settore si riduce a poche unità, in modo che l'elevato grado di interdipendenza agevoli comportamenti collusivi, permettendo profitti oligopolistici. Affinché ciò avvenga, è necessario, però, che l'acquirente (la bidder) operi nello stesso mercato della target, commercializzando prodotti simili o altamente fungibili.
- ❖ **Sinergie operative**, rappresentano una fonte di valore molto importante. Si manifestano più frequentemente nel caso di operazioni fra parti che operano in attività strettamente collegate fra loro, tecnologicamente, a livello produttivo o di mercato. Le sinergie operative sono riconducibili alle seguenti classi di fattori: **a)** fattori di differenziazione, idonei a migliorare l'immagine, l'assistenza post-vendita, la qualità produttiva e l'ampliamento della gamma dei servizi o prodotti; **b)** *cost driving factor*, riconducibili alle economie di integrazione, di scala e di scopo (es: riduzione dei costi unitari). Un'azienda possiede risorse che aumentano il proprio valore se combinate con le risorse di un'altra azienda. Nelle fusioni orizzontali le sinergie derivano da

economie di scala (riduzione costi unitari) o aumento del potere di mercato (maggiore redditività delle vendite); nelle fusioni verticali invece, le sinergie si possono generare dal controllo più completo della catena produttiva;

- ❖ **Sinergie finanziarie**, rappresentano una “terza via” di creazione del valore all’interno delle operazioni di fusione ed acquisizione. I primi studi sulle fusioni e sulle acquisizioni sostenevano, che mediante la diversificazione si realizzava una riduzione del rischio di insolvenza che poteva tradursi in maggiore capacità di indebitamento oppure in minor costo dello stesso e, quindi, in un maggiore valore economico prodotto dall’impresa. Alcune delle leve principali delle sinergie finanziarie sono: **a)** Diversificazione, ridurre la variabilità dei risultati diversificando in altri settori (ma forse gli azionisti possono fare direttamente lo stesso, senza pagare i premi per l’acquisizione che l’azienda – e il suo management – decidono di pagare); **b)** Utilizzo di liquidità, chi ha eccedenze di cassa e poche opportunità di crescita può essere portato ad incorporare aziende con poca cassa e buone opportunità di investimento, o il contrario. Le risorse derivano dal valore attuale dei progetti che non avrebbero, senza l’operazione di fusione, potuto essere finanziati; **c)** Capacità di indebitamento, compensazione di flussi di cassa non perfettamente correlati tra le due aziende e conseguente incremento della capacità di indebitamento;
- ❖ **Sinergie fiscali**, spesso considerate come parte integrante delle sinergie finanziarie (perdite pregresse, sfruttamento completo di costi deducibili). Le legislazioni variano da paese a paese, e all’interno dello stesso cambiano nel tempo, ma, nella generalità dei casi i benefici riconducibili a queste sinergie traggono la propria origine: **a)** dalla possibilità di portare in detrazione dagli utili, prodotti negli esercizi successivi, eventuali perdite pregresse dell’impresa acquisita; **b)** dalla possibilità in alcuni casi di sfruttare maggiori ammortamenti, che a loro volta rappresentano costi deducibili.

1.3.2.2 La valutazione delle sinergie

Nella prospettiva assunta in questo lavoro, la valutazione della combinazione di imprese si configura come un “macro investimento” (**Bruger G. 1983, pp 846**), il cui contenuto sinergico è realizzato secondo una formula imprenditoriale definita dal soggetto economico. E’ possibile stabilire, in prima approssimazione, che la formulazione di un metodo di misura delle sinergie deve includere:

- ✓ Il valore dei flussi incrementali/decrementali che la business combination riesce a generare secondo un piano di integrazione operativo e strategico (il cui valore indichiamo con S_F).
- ✓ Il valore delle opzioni di flessibilità, che in relazione all'evoluzione dell'ambiente competitivo, la combinazione di imprese può cogliere (il cui valore richiamiamo con S_O). La valutazione di tali opzioni reali consente di valorizzare la pluralità di percorsi strategici che le imprese singolarmente considerate non potevano perseguire, ma che si dischiudono all'interno della business combination. Si tratta di opzioni di flessibilità strategiche e gestionali, i cui risultati sono soggetti ad una maggiore aleatorietà rispetto alle sinergie flusso e richiedono delle modalità di valutazione differenti.
- ✓ Il valore determinato dalla variazione del profilo di rischio come conseguenza dell'operazione di M&A (il cui valore indichiamo con S_R).

Al fine di stimare il valore delle sinergie (S), è necessario apportare una loro classificazione che ci consente di identificarne la natura, e in seguito, selezionare il metodo di valutazione più opportuno. In termini sintetici, il valore equity delle sinergie sarà calcolato come segue:

$$S = S_F + S_O + S_R$$

Il primo obiettivo del metodo di valutazione è una quantificazione in termini finanziari del valore di ciascuna sinergia, in modo da pervenire ad un valore complessivo di sintesi derivante dalla somma di ciascuna di esse. Questo è un processo particolarmente complesso, soprattutto per la diversa modalità di manifestazione dei benefici ottenibili dall'integrazione tra le imprese. Proprio per questo motivo si prende in considerazione l'analisi delle sinergie post-fusione con riferimento singolare alle varie tipologie in cui le stesse vengono classificate. Ad esempio, per il calcolo delle sinergie operative, si usa un metodo più semplificato: si attualizzano i flussi finanziari netti differenziali ($\Delta FCFO_n$) derivanti dall'integrazione delle due società (comprensivi dei risparmi fiscali) ad un fattore di attualizzazione.

$$W_{sinergie} = \sum_1^n \Delta FCFO_n * v_n$$

Dove:

v_n è il fattore di attualizzazione, di solito il wacc.

A) La valutazione delle sinergie operative

Nella valutazione delle sinergie operative, ci sono diverse interpretazioni metodologiche: alcuni sostengono infatti che la loro stima è troppo incerta e nebulosa ed è quindi preferibile indicarla come nulla, mentre altri argomentano che il grado di incertezza è simile a quello inglobato nelle normali valutazioni dell' equity ed è quindi utile esplicitare un valore, basato su ipotesi di sviluppo delle grandezze di scenario. In linea di principio, quando queste ipotesi sono formulate con 'ragionevole' prudenza, la seconda strada sembra preferibile alla prima: un atteggiamento eccessivamente conservativo può infatti far sfumare un affare (**Calori G, pp 4, 2012**). L'utilizzo delle usuali tecniche di valutazione del rischio (analisi *what-if*, analisi per scenari, analisi per sensitività, metodo MonteCarlo) possono inoltre rendere più esplicito il grado di rischio connesso alla stima del valore della sinergia. In particolare, due sono gli aspetti principali su cui concentrare l'attenzione:

- 1) La forma che si ipotizza assuma la sinergia
- 2) Il periodo in cui si stima che possa aver effetto sui flussi di cassa

Con queste informazioni, il metodo per il calcolo del valore si sviluppa in tre passaggi:

- *Il calcolo del valore delle singole aziende coinvolte*, ignorando il potenziale effetto delle sinergie, sia nella stima dei flussi di cassa futuri sia nel calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC), utilizzato per l'attualizzazione.
- *Il calcolo del valore totale dell' azienda* risultante dalla combinazione e derivante dalla semplice somma degli importi ottenuti al punto precedente.
- *Il calcolo del valore dell' azienda risultante*, considerando l'effetto sui flussi di cassa dagli impatti operativi, quali la riduzione del costo del venduto per economie di scala o l'incremento del tasso di crescita del fatturato per un maggiore controllo sui prezzi⁴. Il valore della sinergia deriva quindi dalla differenza tra questo calcolo e quello realizzato come pura somma delle singole aziende.

E' importante distinguere questo valore da quello che può derivare **dall'acquisizione del controllo**: in questo caso si ipotizza infatti di poter incrementare il valore dell'azienda con una gestione più efficiente, a parità di altre condizioni.

⁴ Per non eccedere in ottimismo, va tenuto in debito conto il fatto che raramente tali risultati si manifestano istantaneamente, ma c'è bisogno di un periodo di "rodaggio" perché il beneficio raggiunga il suo massimo.

Il valore finale di mercato di un' azienda oggetto di acquisizione è dato dalla **somma del valore contabile dell'equity e del goodwill**. Quest' ultimo è composto da una prima parte, che è il premio che il mercato è disposto a riconoscere per l'azienda nello stato in cui è prima dell' acquisizione, e da una seconda parte, che è il valore che emerge in seguito all'acquisizione, grazie al valore del controllo ed al valore delle sinergie.



Entrando nel merito del calcolo, utilizzando **il modello di attualizzazione dei flussi di cassa**⁵, appare evidente che le diverse tipologie di sinergie operative hanno differente impatto sulle variabili indipendenti del modello stesso; in particolare:

- **Le sinergie di costo sono più facili da considerare:** risparmi una tantum influiscono solo sul flusso di cassa del periodo in cui si manifestano, mentre efficienze di carattere strutturale consentono di migliorare i margini anche nel medio-lungo periodo.
- **Le sinergie di crescita sono invece più articolate da modellare,** perché possono derivare da un miglioramento del tasso di ritorno sugli investimenti, dalla possibilità di realizzare una quota maggiore di investimenti o dal miglioramento della posizione competitiva.

Anche dal punto di vista della valutazione numerica, le prime pongono normalmente minori possibilità di errore: la valutazione del risparmio di costi è infatti naturalmente limitata

⁵ per il calcolo delle sinergie operative si attualizzano i flussi finanziari netti differenziali ($\Delta FCF O_n$) derivanti dall'integrazione delle due società (comprensivi dei risparmi fiscali) ad un fattore di attualizzazione.

$$W_{sinergie} = \sum_{n=1}^n \Delta FCF O_n * v_n$$

v_n è il fattore di attualizzazione, di solito il **wacc**.

dall'ammontare dei costi stessi e dalla loro natura, mentre la valutazione di crescita può essere limitata solo dall'esperienza e dal buon senso degli analisti.

Il valore delle sinergie operative può essere quindi calcolato:

$$\text{Valore sinergia} = \text{Valore post acq. Azienda risultante} - \sum \text{Valori ante acquisizione}$$

B) La valutazione delle sinergie finanziarie

Una sinergia può essere creata anche da elementi di sola natura finanziaria: un beneficio fiscale dovuto a perdite pregresse o a rivalutazioni di attività, un miglioramento della capacità di credito o l'utilizzo di risorse finanziarie per investimenti con rendimenti superiori a quelli correnti (Calori G, pp 9, 2012). Va sottolineato come nel caso di beneficio fiscale i veri finanziatori dell'operazione sono i contribuenti, che ne sostengono l'onere, a parità di gettito complessivo.

Nel caso di utilizzo di perdite pregresse, il valore della sinergia può essere calcolato come attualizzazione dei flussi di cassa futuri di minore imposte: in questo calcolo può essere necessario utilizzare coefficienti prudenziali perché le legislazioni fiscali stanno diventando sempre più restrittive al riguardo. Se l'azienda acquisita avesse continuato ad essere in perdita, il beneficio deriva dal completo recupero delle imposte; in caso contrario, esso deriva solo dall'anticipazione del risparmio fiscale. In alcuni paesi, la legislazione consente di ottenere un ulteriore vantaggio da operazioni di fusione tra imprese, perché consente di detrarre dall'imponibile fiscale un importo proporzionale al patrimonio netto contabile, considerando in pratica non deducibile la remunerazione dell'equity, così come normalmente avviene per quella del debito: un intervento che comporti un incremento del patrimonio netto è quindi in grado di generare un ulteriore risparmio di imposte.

Esempio numerico: Un'azienda caratterizzata da EBIT positivo ed in crescita 7% annuo, ha la possibilità di acquisire un'altra azienda, contraddistinta da perdite pregresse per circa 17,3 milioni di Euro, EBIT correntemente negativo e possibilità di sfruttare fiscalmente queste perdite solo nell'arco di 5 anni. Il valore della sinergia fiscale può essere calcolato verificando il carico fiscale delle due aziende considerate separatamente e confrontandolo con quello dell'azienda risultante. Nel caso specifico, come risulta dalla tabella sottostante, si ha uno spostamento del pagamento delle imposte dai primi due anni ai successivi tre: attualizzando i

flussi differenziali al costo medio ponderato dell'azienda risultante, pari a 8,2%, si ottiene un valore della sinergia fiscale pari a circa 1,9 milioni di euro.

Anno		1	2	3	4	5
<i>Aliquota fiscale</i>		37%	37%	37%	37%	37%
<i>Acquirente</i>						
<u>EBIT</u>		34.567	36.987	39.576	42.346	45.310
<u>Imposte</u>		-12.790	-13.685	-14.643	-15.668	-16.765
<i>Acquisita</i>						
<u>EBIT</u>		-5.700	-1.765	4.561	8.712	11.567
<u>Perdite</u>	<u>17.256</u>	22.956	24.721	20.160	11.448	0
<u>pregresse</u>		0	0	0	0	-44
<u>Imposte</u>						
<i>Bidder + Target</i>						
<u>EBIT</u>		28.867	35.222	44.137	51.058	56.877
<u>Imposte</u>		-12.790	-13.685	-14.643	-15.668	-16.809
<i>Nuova Società</i>						
<u>EBIT</u>						
<u>Perdite</u>	<u>17.256</u>	0	0	0	0	0
<u>pregresse</u>		-4.296	-13.032	-16.331	-18.891	-21.045
<u>Imposte</u>		8.494	653	-1.688	-3.223	-4.236
<u>Risparmio</u>	<u>8,20%</u>					
<u>fiscale</u>						
<u>WACC</u>						
<i>Risparmio</i>						
<i>attualizzato</i>		7.850	558	-1.332	-2.352	-2.856
<i>TOTALE</i>						1.868

Tavola 2: Esempio numerico per la valutazione delle sinergie fiscali

CAPITOLO 2

ANALISI EMPIRICA

Come accennato anche all'inizio di questo elaborato, l'obiettivo principale è l'analisi empirica delle operazioni di M&A delle *Top 5 Family Business* italiane (**Amplifon Spa, Autogrill Spa, Davide Camapri-Milano Spa, Luxottica Spa e Reply Spa**), che si sono rivelate protagoniste di questo mercato nel corso degli ultimi anni⁶(2005-2012); dunque, capire anche che tipo di strategia hanno effettuato in qualità di bidder, se strategia di diversificazione o di concentrazione. Mediante quest'analisi cercheremo di capire se effettivamente tali operazioni hanno creato o meno valore per le società oggetto di stima. Forniremo prima, una breve introduzione della situazione del mercato delle M&A a livello mondiale, per poi procedere con la presentazione del metodo/ dei metodi utilizzati per condurre l'analisi e i risultati della stessa a livello delle *Top 5 Family Business* italiane.

L'impresa familiare è stata qualificata sotto due profili: la proprietà e il coinvolgimento dei familiari nella gestione. Relativamente alla proprietà, sono considerati familiari le imprese il cui azionista "ultimo" (cioè all'apice di un' eventuale catena di controllo) è rappresentato da una pluralità di soggetti legati da rapporti di parentela, che complessivamente detengono almeno il 20% del capitale votante della società ed il principale azionista⁷. Nel definire l'impresa familiare sotto il profilo della proprietà, è stata definita una variabile *dummy*⁸ che assume valori 1 nei seguenti casi:

- Il principale azionista "ultimo" è una famiglia (pluralità di soggetti legati da rapporti di parentela), quindi la famiglia si considera come un unico azionista.
- Il principale azionista "ultimo" è una singola persona fisica e almeno un familiare del controllante è presente nel CdA.

⁶ Le suddette società sono state determinate nella qualità delle Top5 in base al numero di operazioni concluse entro il 31.12.2012.

⁷ "E' familiare quel business in cui la famiglia possiede almeno il 20% del capitale votante ed è il principale azionista". (Villalonga, Amit) TARDIVO G., Cugno M., *Il sistema family business. Un patrimonio da valorizzare*. Franco Angeli, Milano, 2011, pag.77.

⁸ Una variabile dummy, è una variabile che assume valore 0 o 1, a seconda che sia soddisfatta o meno una condizione.

Relativamente al coinvolgimento dei familiari nella gestione, vengono introdotte due ulteriori variabili:

- Una variabile *dummy* che assume valore 1 se almeno un membro della famiglia controllante è presente nel CdA.
- Una variabile *dummy* che assume valore 1 se almeno un membro della famiglia controllante ricopre la carica di Amministratore delegato o il Presidente della società.

Laddove tale variabile è pari ad 1 si tratta di imprese familiari, altrimenti, quando la variabile *dummy* assume valore 0 le aziende non vengono qualificate come *family business*.

2.1 Situazione attuale del mercato delle M&A a livello mondiale

Prima di procedere con l'analisi specifica delle imprese familiari italiane, diamo un'occhiata alla situazione del mercato delle M&A a livello mondiale relativamente all'ultimo anno, 2012. Per illustrare le condizioni attuali facciamo riferimento all'ultimo Report pubblicato da **KPMG**⁹ sulle operazioni di fusione&acquisizione.

Il mercato continua a rinviare la ripresa dell'attività M&A, mentre si riduce il peso delle operazioni cross-border (43% del controvalore complessivo).

Dopo la crescita di volumi e valori che ha caratterizzato il biennio precedente, l'attività mondiale delle M&A nel 2012 segna nuovamente il passo. La contrazione del **controvalore (-13% rispetto al 2011)**, pari a USD2.044 miliardi, è stata accompagnata da **un lieve calo dei volumi (-5% sull'anno precedente)**. Sono state 28.541 le operazioni completate. Si tratta di un risultato ancora distante dai valori pre-crisi e pari quasi alla metà dei picchi raggiunti nel 2007, quando il mercato M&A valeva complessivamente oltre USD3.800 miliardi. Osservando l'evoluzione del mercato M&A a livello globale tra il 2000 e il 2012 emerge il suo carattere di prociclicità, a replica e amplificazione dell'andamento del mercato finanziario. Le distinte fasi cicliche che hanno contraddistinto l'attività M&A (2000-2002, 2003-2007, 2008-2011) fanno emergere la correlazione positiva tra i controvalori complessivamente realizzati e l'indice Standard&Poor 500¹⁰. In corrispondenza di variazioni positive dell'indice di borsa, infatti, si sono registrati aumenti dei controvalori, mentre nei periodi di flessione dei mercati i valori sono stati altrettanto negativi, se non anche in modo più accentuato. Solo nel 2009-2010, in concomitanza con variazioni positive con l'indice S&P

⁹ KPMG è un network globale di società di servizi professionali, attivo nella revisione e organizzazione contabile, nella consulenza manageriale e nei servizi fiscali e legali.

¹⁰ L'indice S&P 500 è un indice di correlazione pari a 0,55.

500, si è registrata una contrazione dell'attività M&A, sintomatica di una minor fiducia degli investitori rispetto ai primi segnali di ripresa dalla crisi dei *mutui subprime*. Questo andamento testimonia comunque il significativo legame tra le scelte di investimento, in particolare mediante acquisizioni, e i trend osservati sui mercati finanziari.

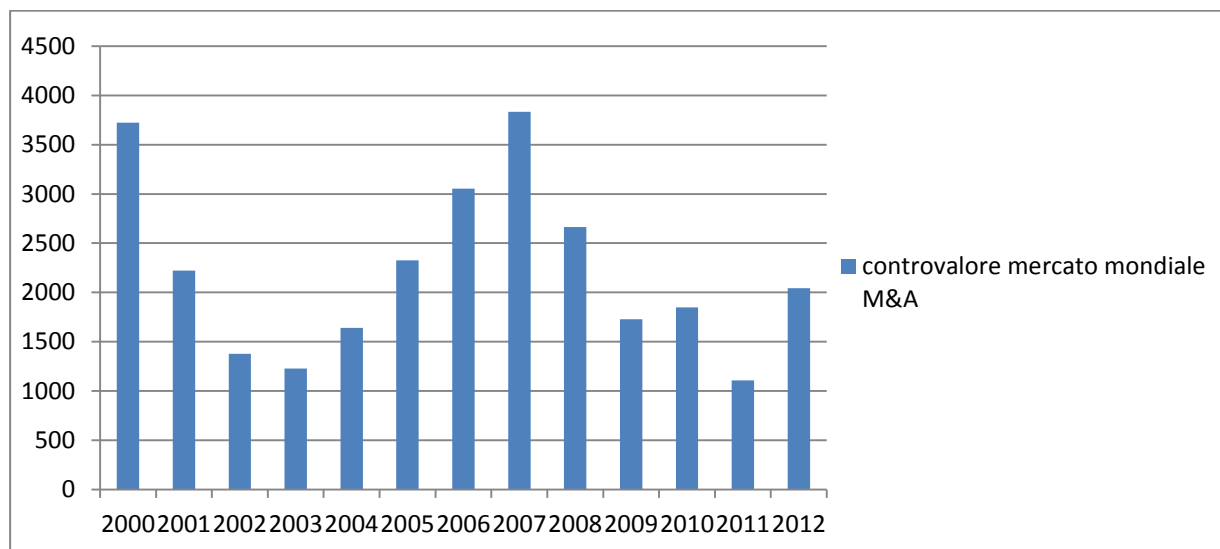


Grafico nr.4: Controvalore mercato mondiale delle M&A negli ultimi 12 anni.

Fonte: elaborazioni KPMG corporate finance¹¹

Se il numero delle operazioni si è mantenuto alquanto lineare nel corso dell'anno, i controvalori hanno invece evidenziato un andamento altalenante, alternando trimestri in calo (il primo e il terzo con valori rispettivamente pari a USD415 miliardi e USD480 miliardi) a periodi di relativa ripresa (circa USD570 miliardi in ciascuno dei trimestri rimanenti). Il dato semestrale invece si è mediamente mantenuto sui livelli registrati nella seconda metà del 2011 (circa USD1.000 miliardi).

L'anno è stato caratterizzato dal fallimento di alcuni *mega merger*, come quello da USD45 miliardi tra la compagnia aerospaziale europea EADS e la britannica BAE Systems, a causa da un lato del veto posto da Berlino, dall'altro della resistenza da parte di alcuni azionisti britannici. Stessa sorte ha subito l'OPA amichevole lanciata dalla statunitense UPS United Parcel Service, leader mondiale nelle spedizioni, sul capitale della concorrente olandese TNT Express (valutata circa USD7,4 miliardi), ritirata dall'acquirente in seguito al parere negativo della Commissione Antitrust dell'Unione Europea. Il ridimensionamento del mercato ha

¹¹ Le statistiche a livello globale del mercato M&A sono state realizzate utilizzando la base dati Thomson Reuters.

interessato le transazioni di tutte le fasce dimensionali. Sono state 388 le **operazioni completate superiori a USD1 miliardo** (-7% rispetto al 2011) per un valore di USD1.224 miliardi (-15% rispetto all'anno precedente) pari al 60% del controvalore complessivo (contro il 61% del 2011 e il 58% del 2010). Complessivamente sono state 15 le transazioni più rilevanti con **controvalore superiore a USD10 miliardi**, 2 in meno rispetto all'anno precedente ma lontane dalle 25 realizzate nel 2009, per un valore complessivo pari a USD296 miliardi (-11% sul dato 2011). In controtendenza, invece, **il valore delle prime dieci operazioni**, attestandosi a USD189 miliardi, a fronte di USD182 miliardi registrati nel 2011 e USD209 miliardi nel 2010. Dall'analisi delle operazioni completate rispetto ai **settori di appartenenza delle aziende target** emergono risultati in linea con le dinamiche osservate nel biennio precedente:

- il **Consumer Markets** continua a confermarsi il settore di punta dell'attività M&A e con 7.902 operazioni completate (-4% rispetto al massimo storico raggiunto nel 2011) e USD454 miliardi (-2%) mantiene saldamente il primo posto sia in termini di volume che di valore.
- Al secondo posto per i volumi l'**Industrial Markets** (6.394 deal, contro 6.672 del 2011), il cui controvalore (terzo a livello mondiale) ha subito una riduzione di 19% rispetto all'anno precedente, attestandosi a USD349 miliardi.
- Terzo per volumi (6.326 operazioni), ma sceso dal secondo al quarto posto per valore (USD331 miliardi, -27% SUL 2011), il settore **Information, Communication and Entertainment**.
- I **Financial Services**, quarti per numero di deal (2.962) e quinti per valori (USD253 miliardi) hanno fatto registrare la contrazione più rilevante rispetto ai dati del 2011 (rispettivamente -14% e -28%).
- Seguono, nell'ordine, **Support Services and Infrastructure** (2.772 deal, l'unico settore ad aver registrato un segno positivo, seppur lieve, rispetto al 2011) ed **Energy Utilities** (2.185 operazioni ed un incremento del controvalore del 5%).

Il ridimensionamento dell'attività M&A nel 2012 ha principalmente interessato **l'attività cross-border**, il cui controvalore complessivo (-27% sul dato 2011) è ritornato a livelli di poco superiori a quelli raggiunti nel 2010 (+4%), azzerando di fatto la crescita registrata lo scorso anno; La loro incidenza sul controvalore mondiale è scesa al 43%, contro il 49% del 2011 e il 45% del 2010. Più contenuto invece il calo dei volumi (-7%). La riduzione

dei controvalori di queste operazioni ha riguardato tutte le aree geografiche ed è risultata più sostenuta (-30% rispetto all'anno precedente) in Asia Pacifico ed Europa. Quest'ultima si è comunque confermata, anche nel 2012, il continente maggiormente interessato dall'attività M&A *cross-border*, tanto da rappresentare, in linea con l'anno precedente, il 66% del valore complessivo del mercato europeo. L'insieme delle acquisizioni o fusioni europee all'estero e degli investimenti esteri in imprese del Vecchio Continente è sceso al USD409 miliardi, a fronte di un numero di operazioni (4.810) pari a quelle completate nel 2010 (-8% sul 2011). Spagna (-70%), India (-65%), Francia (-64%) ed Europa Orientale sono le aree nelle quali il valore dell'attività *cross-border* ha fatto registrare riduzioni più marcate.

Target	Nazione target	Bidder	Nazione bidder	Quota	Valore USD mld	Data
<i>Medco Health Solutions</i>	USA	<i>Express Scripts Inc</i>	USA	100,0%	29,4	2/4/2012
<i>Progress Energy Inc</i>	USA	<i>Duke Energy Corp</i>	USA	100,0%	25,8	3/7/2012
<i>El Paso Corp</i>	USA	<i>Kinder Morgan Inc</i>	USA	100,0%	24,0	25/5/2012
<i>Banco Financiero y de Ahorros SA</i>	Spagna	<i>FROB Fonde de Reestructuración Ordenada Bancaria</i>	Spagna	100,0%	23,8	27/6/2012
<i>Synthesc Inc</i>	USA	<i>Johnson&Johnson</i>	USA	100,0%	20,1	14/6/2012
<i>Goodrich Corp</i>	USA	<i>United Technologies Corp</i>	USA	100,0%	16,2	26/7/2012
<i>International Power Plc</i>	UK	<i>Electrabel SA</i>	Belgio	30,3%	12,9	29/6/2012
<i>Tokyo Electric Power Co Inc</i>	Giappone	<i>Nuclear Damage Liability Facilitation Fund</i>	Giappone	75,7%	12,6	31/7/2012
<i>Motorola Mobility Holdings Inc</i>	USA	<i>Google Inc</i>	USA	100,0%	12,4	22/5/2012
<i>Caixa d'Estalvis de Catalunya Terragona i Manresa</i>	Spagna	<i>FROB Fonde de Reestructuración Ordenada Bancaria</i>	Spagna	10,3%	12,0	26/12/2012
<i>Pfizer Nutrition</i>	USA	<i>Nestlé SA</i>	Svizzera	100,0%	11,9	30/11/2012
<i>Cooper Industries Plc</i>	Irlanda	<i>Eaton Grup</i>	USA	100,0%	11,5	30/11/2012
<i>Pharmasset Inc</i>	USA	<i>Royal Merger Sub II Inc</i>	USA	100,0%	11,0	17/1/2012
<i>Sumitomo Metal Industries Ltd</i>	Giappone	<i>Nippon Steel Corp</i>	Giappone	100,0%	9,4	1/10/2012
<i>ING Direct USA</i>	USA	<i>Capital One Financial Group</i>	USA	100,0%	8,9	17/2/2012
<i>Dr Ing hcF Porsche</i>	Germania	<i>Volkswagen AG</i>	Germania	50,1%	8,9	1/8/2012
<i>Telstra Corp Ltd</i>	Australia	<i>NBN Co Ltd</i>	Australia	100,0%	7,9	7/3/2012

(Wholesale Fixed Line Business)						
Constellation Energy Group Inc	USA	Exelon Corp	USA	100,0%	7,8	12/3/2012
Amylin Pharmaceuticals Inc	USA	Briston-Myers Squibb Co	USA	100,0%	7,2	9/8/2012
Sace Spa Fintecna Spa Simest Spa	Italia	Cassa depositi e prestiti Spa ¹²	Italia	100,0% 100,0% 76,0%	7,2	9/11/2012

Tabella nr.1: Le prime 20 operazioni di M&A a livello mondiale nel 2012 (con riferimento al controvalore)

Fonte: Elaborazioni KPMG Corporate Finance

2.1.1 L'attività M&A che ha coinvolto Private Equity

L'attività M&A che ha interessato **investitori finanziari e Private Equity** è risultata in crescita nel 2012: le 5.489 operazioni che hanno coinvolto questi operatori (+7% rispetto al 2011) hanno superato il precedente record in termini di volumi rilevato nel 2007 (5.234 deal). Il controvalore del mercato movimentato dai *financial sponsors*, però, si è attestato a USD476 miliardi, meno della metà dei livelli raggiunti allora (USD1.077 miliardi). Nel complesso, comunque, queste transazioni hanno rappresentato il 23% del valore complessivo del mercato M&A mondiale (contro il 21% del 2011). I dati rilevati sono risultato della compensazione tra gli aumenti di attività dei *financial sponsor* nelle Americhe (+20% in valore, +16% in volume) e in Africa e Medio Oriente (rispettivamente +34% e +53%) e delle riduzioni subite dall'Europa (-28% in valore, -2% in volumi), e, soprattutto, dall'Asia Pacifico (-36% in valore, +1% in volumi), per effetto del dato giapponese (-40% in controvalore).

Tra le operazioni più significative segnaliamo:

- Il *leveraged buy out* realizzato da Everest Acquisition LLC (società appositamente costituita da Apollo Global Management LLC, Riverstone Holdings LLC, Access Industries Inc, Korea National Oil Corp ed altri investitori) sul capitale di EP Energy Corp, azienda operante nel business dell'esplorazione e produzione di gas e petrolio controllata dalla statunitense El Paso Corp, per un controvalore di USD7,2 miliardi. L'operazione fa seguito all'acquisizione della stessa El Paso Corp da parte di Kinder Morgan Inc completata nel 2012 e valutata USD24,0 miliardi.

¹² Acquisizione congiunta

- La cessione da parte di KKR Kohlberg Kravis Roberts & Co LP del 45% del capitale della svizzera Alliance Boots GmbH a Walgreen Co, numero uno delle catene di farmacie negli Stati Uniti, per USD6,7 miliardi; all'acquirente è stata inoltre riconosciuta un'opzione per acquisire il controllo totale di Alliance Boots nel giro di 3 anni. La *joint venture* determina la nascita di un leader mondiale nelle farmacie (oltre 11.000 negozi in 12 paesi) e della maggiore rete di distribuzione mondiale, con oltre 370 poli di distribuzione che serviranno più di 170.000 farmacie, medici, centri sanitari e ospedali in 21 paesi.
- L'acquisizione di Cequel Communications LLC, *provider* statunitense di servizi via cavo che opera col marchio Suddenlink Communications, da parte del fondo britannico BC Partners Ltd e di Canada Pension Plan Investment Board, in *partnership* con il *management* della società (controvalore USD6,6 miliardi).
- Il *secondary buy out* realizzato dal fondo USA Carlyle Group Lp e dal *management* della società, per rilevare per USD3,3 miliardi l'intero capitale di Getty Images Inc, *provider* statunitense di *visual content*, da Hellman e Friedman LLC.

2.2.1 IL CASO AMPLIFON SPA



1.Introduzione

Amplifon Spa è una società italiana multinazionale con sede a Milano, leader mondiale nella distribuzione e applicazione di sistemi uditivi (apparecchi acustici) e nel loro adattamento e personalizzazione alle esigenze dei pazienti ipoacustici. Contribuisce anche allo sviluppo delle metodiche di indagine e di riabilitazione e fornisce al medico gli strumenti, l'assistenza e il *know-how* indispensabili per la diagnosi otologica e per la gestione computerizzata ed integrata dei sistemi audiologici. Nel corso del tempo ha fatto crescere la sua presenza all'estero; di fatto è praticamente presente quasi in tutti i continenti.

2.Obiettivo

L'obiettivo di questa tesi è l'analisi delle operazioni di Merger&Acquisition sperimentate negli ultimi 5 anni dalla società (2007-2012), in modo tale da poter individuare quali sono state le scelte strategiche che hanno condotto la società e i loro risultati. La domanda definitiva alla quale dovremo essere in grado di rispondere è: *Le operazioni di M&A hanno incrementato o meno il volume delle vendite della società, creando valore e raggiungendo livelli di crescita soddisfacenti?*

Abbiamo selezionato Amplifon come oggetto di questa analisi, in quanto negli ultimi anni si è distinta per la maggiore operatività nel campo dell' M&A.

3.Cenni storici

Amplifon Spa è stata fondata nel 1950 a Milano, da Charles A.Holland, come un' impresa specializzata nella commercializzazione di apparecchi acustici e nell'offerta di soluzioni per i numerosi problemi uditivi causati dal conflitto della Seconda Guerra Mondiale. A partire

dagli anni '60 la società cresce e consolida la propria posizione di **leader sul mercato italiano**, aprendo nuovi negozi in ogni regione. Nel 1971 viene fondato il Centro Ricerche e Studi Amplifon (CRS), un organismo indipendente finalizzato alla diffusione di conoscenze in campo audiologico e otologico.

Negli anni '90, in seguito al cambiamento del management, la strategia si sposta verso un servizio personalizzato al cliente e di attenzione al progresso tecnologico con l'introduzione in Italia dei primi apparecchi acustici interamente digitali nel 1996. In questo periodo l'azienda raggiunge una quota di mercato in Italia superiore al 40%. Nel 1992 viene costituita una società in Spagna (*Amplifon Iberica*) che in pochi anni estende la propria attività anche al Portogallo. Tra il 1998 e il 2000, attraverso delle acquisizioni, Amplifon entra in Svizzera, Austria, Francia, Olanda, e USA.

Amplifon Spa viene quotata al listino ufficiale della Borsa Italiana il 27 Giugno 2001 sul segmento STAR e sull'indice FTSE Italia Mid Cap. Allo stesso periodo risale la *joint venture* con *Bardissi Medical* in Medio Oriente, in Egitto, mentre vengono acquisiti punti vendita in Ungheria. Prosegue così la strategia di internalizzazione del gruppo in mercati chiave: nel 2002 Amplifon acquisisce negli USA la **Sonus Corporation** e nel 2003 l'azienda **National Hearing Centres**, società con punti vendita localizzati principalmente all'interno di grandi centri commerciali. Negli anni successivi, con il cambiamento della propria strategia di marketing, proseguono le acquisizioni in Olanda, Germania, Regno Unito, Irlanda e Belgio. Il 10 Dicembre 2010 viene realizzata la più grande acquisizione nella storia del gruppo. Amplifon acquisisce infatti il 100% della **National Hearing Care (NHC)** in Australia, Nuova Zelanda e India, completando così la propria presenza in tutti e cinque i continenti e diventando un leader mondiale nel proprio comparto. Nel 2012, Amplifon incrementa la copertura territoriale dell'India; nello stesso anno il gruppo entra in Turchia, attraverso l'acquisizione del 51% della società **Maxtone**, e in Polonia con la costituzione di *Amplifon Poland*, incrementando la propria presenza geografica ad un totale di 20 paesi, nei quali opera direttamente o indirettamente attraverso società controllate. La missione della società è rimasta, dunque, immutata nel corso del tempo: restituire la piena attività e la gioia di vivere a tutti i soggetti ipoacustici attraverso il raggiungimento della totale soddisfazione nella comunicazione uditiva in tutte le diverse situazioni della vita quotidiana.

4. Le attività di M&A (strategia seguita)

In quest'ottica prima di partire con l'analisi delle operazioni, definiamo quelle che sono le acquisizioni effettuate dalla società che interessano l'arco temporale 2007-2012:

Target	Nazione target	Anno	Quota	Controvalore
1.Maxtone	Turchia	2012	51%	Euro 1.000.000 (circa)
2.NHC	Australia	2010	100%	Euro 460.000.000
3.Dialogue	Belgio	2009	100%	Euro 14.000.000

Tabella 2: Le acquisizioni di Amplifon Spa nel periodo 2007-2012

“La strategia di espansione geografica intrapresa dal gruppo Amplifon agli inizi degli anni '90 ci ha portato a consolidare la nostra presenza internazionale in 20 paesi distribuiti in 5 continenti, raggiungendo in breve tempo la leadership globale nel settore della distribuzione, applicazione e personalizzazione di soluzioni uditive” dichiara Alberto Baroli, chief business & innovation development officer.

E' facile capire, dunque, che la politica che ha guidato le operazioni di M&A nel corso del tempo, è principalmente una strategia di internalizzazione, puntando all'espansione geografica e al leadership mondiale, focalizzandosi sempre sul *core business* e razionalizzando l'attività. Possiamo affermare che, lo scopo principale che ha portato la società verso le acquisizioni *cross-border* di target è il “rinforzo del dominio”, in modo tale da poter aumentare la propria quota di mercato e migliorare la redditività. Tutto questo è stato possibile attraverso:

- la diversificazione di offerta di prodotti/servizi (personalizzazione)
- l'innovazione tecnologica
- il miglioramento dell'efficienza della struttura dei costi: standardizzazione sistemi operativi

La strategia di crescita della società raggruppa i Paesi, nei quali è presente, in quattro cluster distinti che integrano due dimensioni: la leadership di mercato e la redditività. Appartengono al primo cluster i mercati maturi - per quanto possano essere considerati “maturi” i mercati

con un tasso di penetrazione inferiore al 20% - ossia quelli in cui la società è leader in termini di posizione competitiva, copertura territoriale, capillarità della rete distributiva e dove, avendo raggiunto una massa critica “ottimale”, è in grado di esprimere livelli di redditività più elevati (Australia, Svizzera, Stati Uniti ecc). L’obiettivo principale in questi mercati è quello di mantenere e consolidare ulteriormente la leadership.

Nel secondo cluster vengono considerati i Paesi in cui le quote di mercato e la dimensione del business della società non sono ancora ottimali (Francia, Germania ecc). L’obiettivo di breve periodo per questi Paesi è quello di realizzare le condizioni per il passaggio al primo cluster.

Rientrano nel terzo cluster quei Paesi in cui la società vuole migliorare in maniera robusta la sua performance, che non è ancora soddisfacente a causa della struttura del mercato e dell’organizzazione del business model definito dalle autorità locali (ad esempio Regno Unito). Infine il quarto cluster raggruppa tutti i Paesi, così detti emergenti, nei quali la società ha una strategia di sviluppo di medio-lungo termine (Turchia).

Per l’ingresso in nuovi mercati, secondo il chief business & innovation development officer Baroli, la società ha vari modelli da poter utilizzare in funzione delle caratteristiche del mercato locale. Le opzioni possono essere diverse, come acquisizioni o start up – sul modello di India, Turchia e Polonia – incluso lo sviluppo di partnership locali, soprattutto laddove il background culturale è molto diverso da quello della società. La linea strategica delineata conferma la “forte ambizione alla crescita” e le ottime prospettive di sviluppo anche per un futuro di medio-lungo periodo. Amplifon vuole continuare a sviluppare e consolidare la propria leadership mondiale migliorando le proprie quote di mercato nei paesi ritenuti sviluppati e maturi, aumentando contemporaneamente la propria presenza nei mercati ad alto potenziale che presentano interessanti opportunità di sviluppo.

5. Le performance

In questa quinta ed ultima parte, vengono prese in considerazione le performance della società successivamente alla conclusione delle operazioni di acquisto, in modo tale da poter definire tramite l’analisi degli indici di bilancio (di redditività e finanziari) l’eventuale andamento dell’attività post-acquisizione. Di fatto, considerando i bilanci di fine esercizio nell’arco temporale 2007-2012 (reperibili dal database AIDA), si possono identificare alcuni indicatori significativi.

<i>Amplifon Spa</i>	31/12/12	31/12/11	31/12/10	31/12/09	31/12/08	31/12/07
Fatturato	235.951.000	233.379.000	223.047.907	207.543.918	204.737.804	198.089.940
EBIT	37.099.000	33.902.000	23.977.700	27.033.776	25.886.799	26.774.978
Risultato netto	17.277.000	22.865.000	14.095.159	35.900.452	-22.430.589	9.210.215
EBITDA/Vendite(%)	18,65	17,9	13,9	15,55	14,88	15,82
ROI	7,36	6,59	5,07	9,53	9,54	8,49
ROS	15,72	14,53	10,75	13,03	12,64	13,52
Oneri fin./Fatturato(%)	9,19	9,31	16,13	6,18	9,02	6,9
Debiti a breve/Tot.Debiti	0,4	0,19	0,31	0,41	0,37	0,66
Costi/Fatturato	0,84	0,85	0,89	0,87	0,87	0,86
Ind.di indipend.fin (%)	47,38	45,2	37,36	35,83	27,58	33,72
Attivo Circolante	169.429.000	184.051.000	206.415.661	194.613.490	204.011.656	266.725.527

13

- ✓ Osservando il **fatturato** negli ultimi 5 anni (nei quali sono state concluse 3 acquisizioni di dimensioni significative per la società) possiamo dire che i volumi di vendita sono incrementati progressivamente; di fatto dal 2007 al 2012 le vendite sono incrementate di 17,9% (passando da 198.089.940 milioni di Euro nel 2007 a 235.951.000 milioni di Euro a fine 2012). Questo grazie all'entrata in nuovi mercati esteri, che ha contribuito decisamente all'espansione dell'operatività aziendale. Il buon andamento del fatturato si conferma se facciamo riferimento soprattutto ai risultati del periodo pre-acquisizione; Di fatto, *nei due anni che precedono il periodo di analisi (2005 e 2006) il fatturato ammonta rispettivamente a 175.532.633 e 178.683.620 milioni di Euro, ovvero mediamente 12% in meno rispetto al dato del 2007 e 33% in meno rispetto a quello registrato a fine 2012. L'incremento maggiore del fatturato si raggiunge proprio negli anni che succedono le operazioni di acquisizione: nel 2010 un aumento di 15.503.989 milioni di Euro (+7,5%) rispetto all'anno precedente dopo l'acquisizione nel 2009 di Dialogue (Belgio); nel 2011 un aumento di 10.331.093 milioni di Euro (+4,6%) rispetto l'anno 2010 nel quale si è conclusa l'acquisizione di NHC in Australia.* Tale miglioramento viene confermato anche dall'andamento positivo della **redditività operativa** della società (**EBIT**), che nel corso dei 5 anni presi in considerazione aumenta di 10.324.022 milioni di Euro, ovvero di 38,6% se consideriamo i dati nelle due estremità dell'intervallo temporale (anche in questo caso si tratta di valori sempre superiori rispetto a quelli raggiunti nel periodo precedente le acquisizioni: nel 2005 e 2006 rispettivamente 8.256.543 e 23.269.480 milioni di

¹³ La tabella rispecchia i dati del bilancio non consolidato, appartenenti alla società Amplifon Spa, e non al Gruppo al quale aderisce.

Euro). Non segue la stessa linea però il **risultato netto** della società, che nell' arco temporale 2007-2012 subisce variazioni sia di segno positivo che negativo. Tale volatilità della redditività netta potrebbe essere collegata all'incremento degli Oneri finanziari (di fatto **l'incidenza degli Oneri finanziari sul fatturato** aumenta soprattutto nel 2008 e 2010, anni nei quali il risultato finale assume i valori più bassi). Effettuando un confronto con i dati registrati prima, si capisce subito che l'importo degli oneri finanziari risulta superiore durante tutto il periodo 2007-2012: infatti nel 2005 e 2006 l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato della società ammonta a 2,66% e 5,64%, valori inferiori rispetto ai dati compresi nell' arco 2007-2012. Nel grafico seguente vengono rappresentate infatti le vendite per area geografica (il mercato europeo risulta quello più redditizio, seguito poi da Nord America e Asia Pacifico)

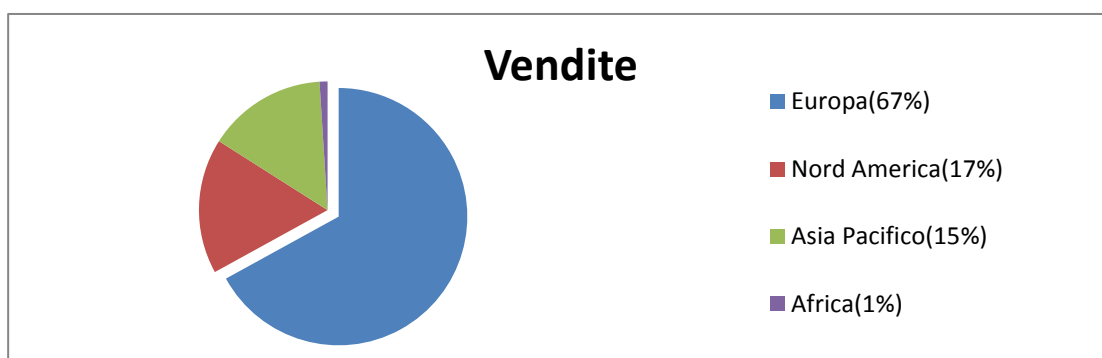


Grafico nr.5: la distribuzione delle vendite di Amplifon Spa per area geografica

Un andamento positivo (in misura comunque ridotta) si verifica anche per l'indice **ROS, Return on Sale**, ossia l'indice di redditività delle vendite, che in questi 5 anni risulta quasi sempre superiore rispetto ai due anni che precedono l'intervallo temporale di analisi (eccetto il 2010): nel 2005 e 2006 il valore dell'indice in questione ammonta a 4,71 e 13,02; quindi inferiore rispetto alla media registrata durante l'arco temporale 2007-2012 che ammonta a 13,35. **L'incidenza dei costi complessivi sul fatturato** invece ha subito delle variazioni di segno diverso nell' arco temporale in considerazione, per poi definire nell'ultimo anno una variazione negativa, il che dimostra quindi un' effetto positivo, ossia una minore incidenza dei costi totali sostenuti sul fatturato annuo. Il **ROI** invece, **Return On Investment**, ha iniziato ad avere un andamento negativo propria a partire dall'anno dopo la conclusione delle due prime acquisizioni (Dialogue nel 2009 e NHC nel 2010),

rimanendo però sempre su valori positivi. Questo significa che la remunerazione degli investimenti ha subito una contrazione proprio per il fatto che l'importo degli investimenti effettuati (le acquisizioni) si è incrementato in modo esponenziale rispetto all'aumento del Risultato Operativo globale. Di fatto, nell'arco di 5 anni, dal 2007 al 2012, la riduzione del ROI risale a quasi 15%. Si tratta comunque di una riduzione all'interno dell'intervallo temporale di analisi, perchè paragonando la situazione con il periodo antecedente il 2007, la media di tale indice (7,76) risulta superiore rispetto al dato del 2005 e 2006 (rispettivamente 2,42 e 7,61).

- ✓ Per quanto riguarda la parte finanziaria, possiamo affermare con convinzione che l'effettuazione di operazioni di M&A ha avuto un effetto positivo sul grado di autonomia finanziaria, in quanto **l'indice di indipendenza finanziaria (%)** ha registrato un incremento significativo di quasi 11,5% dal 2007 al 2012 (passando da 33,72% a 47,38%). Questo significa che la società ha fatto meno ricorso alle banche ed ai propri creditori per finanziare gli investimenti effettuati, affidandosi di più alle risorse proprie nel sostenere il fabbisogno generato dai diversi progetti. Quindi si può dedurre che l'esperienza con il finanziamento delle prime acquisizioni (Dialogue nel 2009), ha fatto migliorare la scelta di copertura del fabbisogno generato dalle altre due operazioni (NHC nel 2010, e Maxtone nel 2012). Questo però se consideriamo solo i dati del periodo di analisi; in quanto, se facciamo ricorso ai valori del 2005 e 2006, l'indice di indipendenza finanziaria risulta comunque superiore (rispettivamente 54,25% e 42,72%, ossia superiore rispetto alla media dei 5 anni analizzati 37,85%). Un effetto positivo è stato identificato anche a livello dell'indebitamento: infatti **l'indebitamento a breve termine** ha subito un forte calo, passa da 0,66 nel 2007 a 0,19 nel 2011 (dopo la più grande acquisizione, NHC in Australia), facendo così capire l'evidente fiducia che la società ha raggiunto nel tempo per ottenere finanziamenti di lungo termine dalle banche (i dati del 2005 e 2006, rispettivamente 0,56 e 0,41 risultano migliori solo se paragonati con il 2007, perché successivamente la situazione cambia positivamente).

Riportiamo ora qui sotto, la rappresentazione grafica dell'andamento del fatturato annuo della società analizzato in precedenza, in modo tale di avere un'idea più chiara sulla situazione creata dopo le acquisizioni effettuate nell'arco temporale 2007-2012:

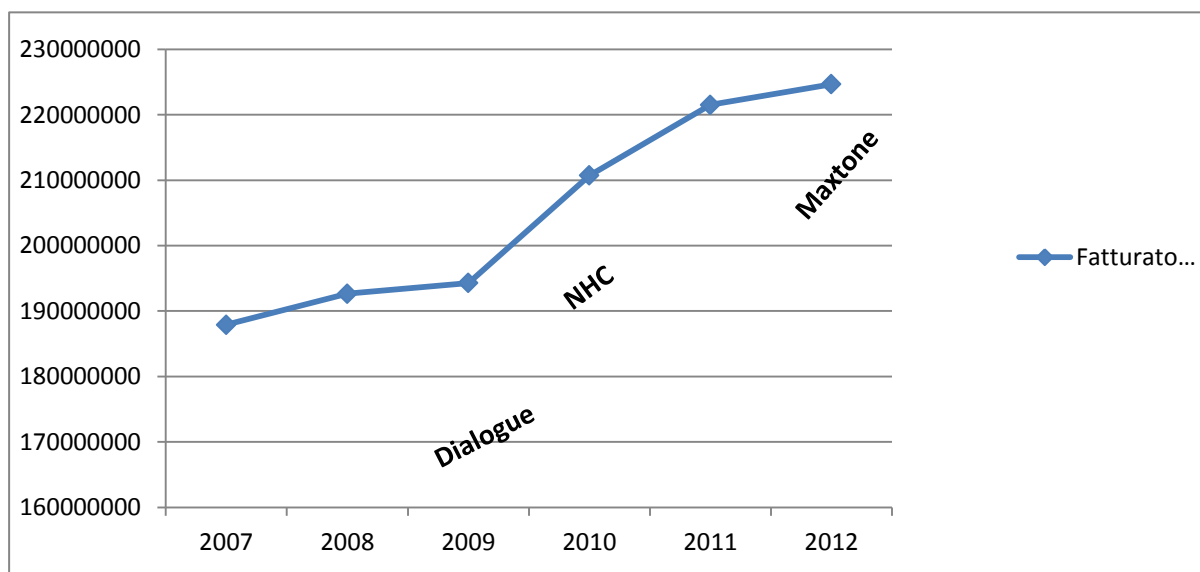


Grafico nr.6: Il fatturato annuo

Fonte:elaborazione propria su dati AIDA

Si nota dunque che il fatturato incrementa in modo piuttosto evidente dopo l'effettuazione delle 3 operazioni di acquisizione considerati (Dialogue nel 2009, NHC nel 2010 e Maxtone nel 2012).Nel grafico seguente invece riportiamo l'andamento dei due indici di redditività, ROI/ROS:

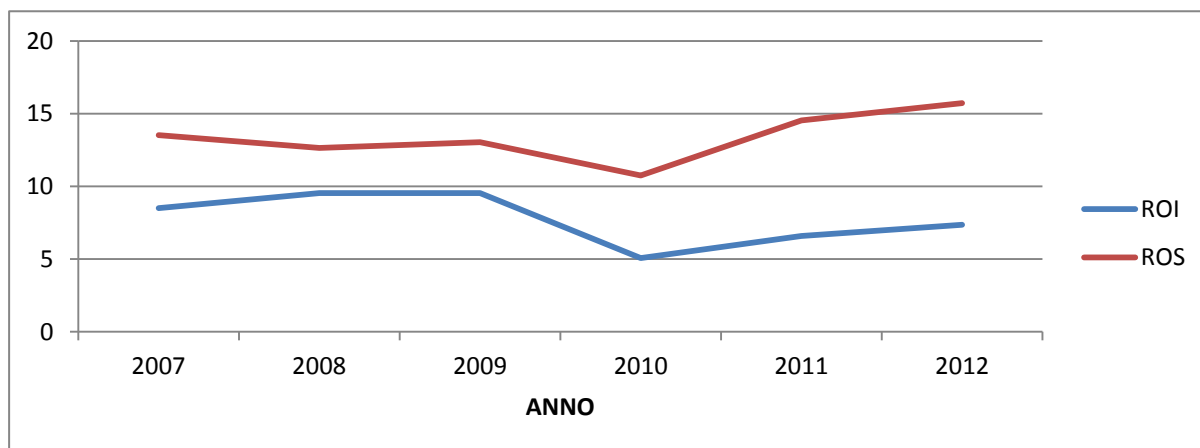


Grafico nr.7: l'andamento dei due indici, ROI e del ROS, nei 5 anni oggetto di analisi.

Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

Per avere un' idea più completa dei fattori di forza (e/o anche di debolezza) della società che lo hanno portato verso questi risultati prendiamo in considerazione un *analisi swot*.

Fattori di forza: Il settore della distribuzione e applicazione degli apparecchi acustici presenta un'offerta altamente eterogenea e frammentata e il gruppo si presenta come il principale operatore del comparto disponendo di posizioni di leadership o comunque perminenti in tutti i paesi in cui opera. Inoltre, Amplifon è l'unico operatore con una presenza geografica così estesa e una rete distributiva capillare: quest'ultimo aspetto è importante in relazione al target di clientela rappresentato da una persona anziana (in media di 70 anni di età), per il quale la vicinanza al punto vendita è un fattore decisivo per la scelta d'acquisto. La consolidata presenza territoriale supportata dalle continue attività di marketing e pubblicità rendono molto elevata la notorietà dei marchi del gruppo. La qualità del servizio offerto rende molto elevato anche il grado di fidelizzazione del cliente che in Italia è pari all'80%. Il gruppo dispone inoltre di un rapporto qualificato con alcuni dei principali fornitori di apparecchi acustici con i quali collabora congiuntamente non solo per lo sviluppo di nuovi prodotti ma anche di metodologie e soluzioni applicative. Amplifon ha poi instaurato un costante rapporto con la classe medica (oltre 7500 medici specialistici in Europa) grazie all'attività in campo scientifico svolta con il Centro Ricerche e Studi, alla fornitura di apparecchiature biomedicali per la diagnostica otologica e all'attività di comunicazione sui servizi e prodotti offerti dal gruppo.

Fattori di debolezza: Negli ultimi anni la società ha impresso un forte accelerazione alla crescita per linee esterne e attualmente è impegnata a completare il processo di integrazione delle realtà acquisite. La gestione delle nuove società ha iniziato a dare risultati positivi, tuttavia non vi è la garanzia che il completamento di tale processo avvenga con i tempi e i modi desiderati. Il mercato della produzione degli apparecchi acustici è caratterizzato da un elevato grado di concentrazione: 6 gruppi (Siemens, GNResound, Starkey, William Demant, Phonax e Widex) rappresentano oltre il 90% del mercato e tutti sono fornitori di Amplifon. Tuttavia il maggior fornitore è il gruppo Siemens che nel 2000 ha rappresentato il 36% degli acquisiti totali, a seguito anche dalla stipulazione di un contratto decennale, concluso nel mese di giugno, che prevede la fornitura in esclusiva della controllata americana Miracle-Ear del 100% del proprio fabbisogno. Si denota pertanto una certa dipendenza della società dai fornitori.

Nella tabella seguente vengono riportati in modo semplificato tutti gli elementi dell'analisi *swot* relativi all'attività della società.

<p><u>Punti di forza</u></p> <ul style="list-style-type: none">✓ forte posizionamento competitivo✓ rapporto qualificato e alto potere d'acquisto con i fornitori✓ capillarità della rete distributiva✓ notorietà dei marchi✓ rapporto qualificato con la classe medica	<p><u>Punti di debolezza</u></p> <ul style="list-style-type: none">✓ minore flessibilità commerciale ed operativa (svantaggio competitivo rispetto alle gestioni familiari di uno o più punti vendita dove vi è una struttura dei costi meno elastica)✓ ridotte dimensioni dell'attività biomedicale (sia in termini di fatturato che di presenza)✓ processo di integrazione delle società neo-acquisite in corso
<p><u>Opportunità</u></p> <ul style="list-style-type: none">✓ invecchiamento della popolazione✓ innovazione tecnologica e conseguente miglioramento della qualità dei prodotti✓ cambiamenti culturali legati sia al cambiamento dello stile di vita delle persone anziane, sia al progressivo venir meno del pregiudizio legato all'apparecchio acustico quale rivelatore di <i>handicap</i>	<p><u>Minacce</u></p> <ul style="list-style-type: none">✓ integrazione orizzontale dei fornitori (dipendenza)✓ individuazione di una terapia alternativa all'apparecchio acustico (possibile individuazione di una cura farmacologica o chirurgica che porterebbe ad una riduzione della quota di mercato)✓ necessità di personale specializzato

Dunque, concludendo, possiamo affermare che la scelta di effettuare operazioni di acquisizione ha portato la società verso volumi di vendita decisamente superiori rispetto al passato (vedi grafico nr.6), in quanto il fatturato è aumentato notevolmente e **l'indice di redditività lorda delle vendite, EBITDA/Fatturato (%)** determina un miglioramento della gestione intertemporale, siccome in aumento. Lo stesso andamento crescente si verifica anche per la redditività operativa della società, che soprattutto dopo le ultime due acquisizioni ha raggiunto livelli decisamente soddisfacenti e superiori rispetto ai dati registrati precedentemente l'effettuazione delle operazioni di M&A (non si può confermare nello stesso modo assoluto tale incidenza positiva delle acquisizioni sul risultato finale, a causa della ampia volatilità di quest' ultimo). Questo significa che ragionando in termini di *value creation*, le operazioni di acquisizione possono essere ritenute un fattore di successo per Amplifon, in quanto incidono positivamente sia sul volume delle vendite che sulla redditività aziendale conseguita successivamente alla loro conclusione.

2.2.2 IL CASO AUTOGRILL SPA



1.Introduzione

Autogrill Spa è il primo operatore nel mondo nei servizi di ristorazione e retail per viaggiatori. Presente in 38 Paesi con circa **62.800 dipendenti**, gestisce più di **5.300 punti vendita** in oltre **1.200 località** ed opera prevalentemente tramite contratti di concessione all'interno di aeroporti, autostrade e stazioni ferroviarie, con presenze selettive nelle città, nei centri commerciali, nei poli fieristici e in siti culturali. Il Gruppo è attivo in due settori: la ristorazione (Food&Beverage) e il retail aeroportuale (Travel Retail & Duty Free). La ristorazione rappresenta il business storico del gruppo, sviluppato prevalentemente in Nord America e in Europa. Il retail aeroportuale ha assunto una valenza strategica negli ultimi anni ed è maggiormente concentrato in Europa, con una significativa presenza in Medio Oriente, Americhe e Asia.

2.Obiettivo

L'obiettivo di questa tesi è l'analisi delle operazioni di Merger&Acquisition sperimentate negli ultimi 5 anni dalla società (2007-2012), in modo tale da poter individuare quali sono state le scelte strategiche che hanno condotto la società e i loro risultati. La domanda definitiva alla quale dovremo essere in grado di rispondere è: *Le operazioni di M&A hanno incrementato o meno il volume delle vendite della società, creando valore e raggiungendo livelli di crescita soddisfacenti?*

Abbiamo selezionato Autogrill come oggetto di questa analisi, in quanto negli ultimi anni si è distinta per la maggiore operatività nel campo dell' M&A.

3.Cenni storici

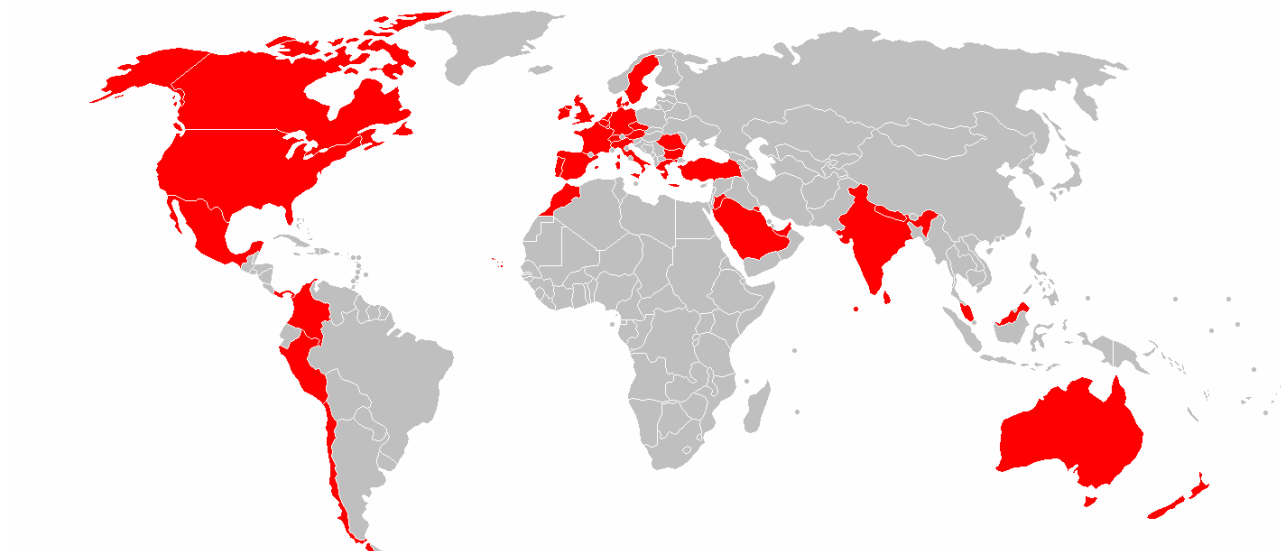
La genesi di Autogrill si deve alle vicende comuni di tre notissime aziende alimentari che hanno giocato un ruolo fondamentale nella storia moderna dell'alimentazione industriale italiana: **Motta, Pavesi, Alemagna**. Nel 1947 nasce il primo autogrill: un nuovo luogo di consumo specificatamente destinato agli automobilisti. Ad inventarlo è Mario Pavesi. Tra gli anni '60 e '70 la ristorazione autostradale italiana è gestita prevalentemente dalle aziende alimentari Motta, Pavesi e Alemagna.

Nel 1977 dalla fusione delle attività di ristorazione autostradale delle tre imprese sopra citate (controllate dalla Sme, finanziaria del gruppo Iri) nasce Autogrill Spa. Per inserirsi nel mercato estero, Autogrill Spa rileva nel 1993 in Francia il 100% di **Les 4 Pentes** (Gruppo Elitar) e in Spagna rileva dalla Cepsa il 50% di **Procace**, società di ristorazione. L'azienda rimarrà nel sistema delle partecipazioni statali fino a 1995, quando l'Iri darà inizio alle privatizzazioni cedendo le attività industriali della ristorazione ad un azionista di maggioranza, Schema 34 Srl (controllata al 100% dalla finanziaria della famiglia **Benetton Edizione Holding**). Nel 1997 i Benetton quotano Autogrill Spa alla Borsa di Milano e continuano l'espansione all'estero con acquisizioni di altre aziende in Francia (**Sogerba**, 100%), in Belgio e in Olanda (**AC Restaurant**, 100%), in Austria (**Wienerwald A**, 100%) e in Germania (**Wienerwald D**, 100%). Nel 1999 acquisisce il 100% di **HMSHost** (Host Marriott Services), società leader in America nel settore della ristorazione negli aeroporti, sulle autostrade, nelle grandi stazioni e nei centri commerciali, diventando il primo operatore mondiale nel settore della ristorazione per chi viaggia. Si aggiudica in questo modo nei suddetti settori anche la concessione di marchi molto diffusi, come: **Burger King, Starbucks, Pizza Hut, Taco Bell** e molti altri.

Per rafforzare la sua presenza in Europa acquisisce nel 2001 il 100% di **Passaggio Holding AG**, società leader nella ristorazione in Svizzera. L'espansione continua con l'acquisto di **Recoco** in Spagna (70%), **SMSI Travel Centres Inc** in Canada, **Anton Airfood** in USA, **Steigenberger Gastronomie** in Germania (49,9%), **CARA** in Canada (100%). Nel 2005 in joint venture con **Altadis**, leader del settore del tabacco, il Gruppo acquisisce **Aldeasa** in Spagna, quarto operatore mondiale nel settore duty free aeroportuale. Nel 2007 il Gruppo entra nel Regno Unito acquistando **Alpha Group**, uno dei principali operatori di ristorazione e retail aeroportuale a terra e a bordo. Nel 2008 Autogrill acquisisce **World Duty Free Europe** e completa l'acquisizione di Aldeasa. Nel 2012, dalla fusione della spagnola Aldeasa

con le britanniche World Duty Free e Alpha Retail nasce **World Duty Free Group**, la subsidiary che concentra tutte le attività travel retail e duty free del gruppo.

La mappa riportata qui sotto illustra i Paesi nei quali è presente e opera Autogrill Spa.



Fonte: elaborazione propria

4.Le attività di M&A (strategia seguita)

In quest'ottica prima di partire con l'analisi delle operazioni, definiamo quelle che sono le acquisizioni effettuate dalla società che interessano l'arco temporale 2007-2012:

Target	Nazione target	Anno	Quota
1.Steingenberger Gastronomie	Germania	2011	49,9%
2.Aldeasa	Spagna	2008	100%
3.WDF Europe	UK	2008	100%
4.Alpha Group	UK	2007	100%
5.Food Brand+CBR	USA	2007	100%
6.Carestel	Belgio	2007	61,5%

Tabella nr3: Le acquisizioni Autogrill nel periodo 2007-2012

Negli anni, attraverso un costante processo di crescita ottenuto con aggiudicazione di contratti e acquisizioni, Autogrill ha raggiunto la leadership nei mercati, dapprima nel settore della ristorazione e successivamente in quello del travel retail, divenendo un fornitore globale di servizi per viaggiatori. In entrambi i settori di attività gli obiettivi di crescita sono anche sostenuti attraverso la semplificazione dell'organizzazione e dei processi aziendali e il

miglioramento dell'efficienza operativa e degli investimenti. Il mantenimento di una equilibrata struttura finanziaria è condizione essenziale per il perseguimento degli obiettivi di crescita. Le opportunità di crescita per vie esterne, ossia tramite operazioni di M&A, vengono valutate selettivamente sia da un punto di vista industriale (complementarietà in termini di presenza geografica e di canale) sia da quello della sostenibilità finanziaria, e vengono perseguiti con modalità che garantiscono il mantenimento di una struttura finanziaria coerente con le attività svolte e con le esigenze del Gruppo. Facendo ricorso alle operazioni di acquisizione concluse nell'arco temporale 2007-2012, possiamo affermare che la strategia perseguita è pertanto quella dell'internalizzazione e della diversificazione: di fatto il Gruppo ha raggiunto una presenza più estesa nei mercati esteri e una maggiore quota di mercato diversificando la propria offerta di prodotti e servizi; non solo nel settore della ristorazione ma anche in quello retail aeroportuale.

5. Le performance

In questa quinta ed ultima parte, vengono prese in considerazione le performance della società successivamente alla conclusione delle operazioni di acquisto, in modo tale da poter definire tramite l'analisi degli indici di bilancio (di redditività e finanziari) l'eventuale andamento dell'attività post-acquisizione. Di fatto, considerando i bilanci di fine esercizio nell'arco temporale 2007-2012 (reperibili dal database AIDA), si possono identificare alcuni indicatori significativi.

<i>Autogrill Spa</i>	31/12/12	31/12/11	31/12/10	31/12/09	31/12/08	31/12/07
Fatturato	1.240.186	1.381.366	1.418.582	1.400.244	1.419.502	1.370.378
EBIT	-11.781	33.790	57.239	75.729	95.046	110.003
Risultato netto	-14.578	31.926	165.352	62.741	18.305	148.333
EBITDA/Vendite(%)	4,05	6,68	8,06	9,36	10,05	11,55
ROI	-0,93	2,28	2,7	3,44	4,25	7,62
ROS	-0,95	2,45	4,03	5,41	6,7	8,03
Oneri fin./Fatturato (%)	3,17	7,88	4,59	5,56	18,69	2,77
Debiti a breve/Tot.Debiti	0,46	0,36	0,42	0,31	0,23	0,34
Costi/Fatturato	1,01	0,98	0,96	0,95	0,93	0,92
Ind.di indipend.fin (%)	39,22	39,52	29,97	22,8	19,91	33,63
Attivo circolante	216.036	258.386	327.879	249.668	539.386	435.538

¹⁴

¹⁴ La tabella rispecchia i dati del bilancio non consolidato, appartenenti alla società Davide Camapri-Milano Spa, e non al Gruppo. Le cifre sono espresse in migliaia di Euro.

- ✓ Osservando il **fatturato** negli ultimi 5 anni (nei quali sono state concluse 6 acquisizioni di dimensioni significative per la società) possiamo dire che *i volumi di vendita sono calati in modo rilevante nei 12 mesi che succedono la conclusione dell'operazione: tutte le acquisizioni effettuate durante il 2008 (WDF Europe e Aldeasa) e soprattutto l'acquisto del 2011 (Steingenberger Gastronomie) hanno avuto questo effetto, tranne le acquisizioni effettuate nel 2007 (Alpha Group, Food Brand, CBR, Carestel).* Questo ci fa capire, che piuttosto che raggiungere finalità finanziarie, le acquisizioni concluse hanno avuto obiettivi strategici: entrare in nuovi mercati (le operazioni di acquisto negli Stati Uniti ad esempio tramite Food Brand e CBR), ampliare la gamma dei servizi offerti (l'entrata nel settore retail aeroportuale tramite l'acquisizione di WDF Europe), eliminare la concorrenza all'estero acquistando i competitors (Aldeasa in Spagna) ecc; finalità che tra l'altro la società ha raggiunto, vista l'eventuale crescita conseguita anche sul mercato borsistico. Una lieve ripresa nei ricavi, dopo l'andamento decrescente del 2008-2009, si registra a fine 2010; questo ci fa capire che nel cogliere i frutti delle proprie acquisizioni (WDF Europe e Aldeasa) alla società sono serviti più o meno 24 mesi. Comunque, a prescindere dall'andamento un po' variabile del fatturato durante gli anni dell'intervallo temporale 2007-2012, si può affermare che i dati registrati dopo le acquisizioni considerate (per ogni anno dell'arco temporale oggetto di analisi) sono riusciti a superare i livelli raggiunti negli anni prima la conclusione delle operazioni di acquisizione (2005 e 2006, dove il valore ammonta rispettivamente a 1.157.006.627 e 1.271.300.000 Euro). **Il risultato operativo (EBIT)** e il **Risultato Netto** seguono di pari in passo l'andamento del fatturato; infatti a fine dell'ultimo anno (2012) raggiungono il valore minimo (EBIT - 11.781 milioni di Euro e Risultato Netto -14.578 milioni di Euro), come verificato tra l'altro anche per il fatturato. Di fatto, paragonando i valori del risultato operativo nei due anni precedenti le operazioni di acquisto, 2005 e 2006, (rispettivamente 88.829 e 110.250 milioni di Euro) con i valori raggiunti invece durante il periodo 2007-2012 si nota un calo evidente che va a concludersi con valori addirittura negativi a fine 2012 (fa eccezione solo il dato del 2007, 110.033 milioni di Euro, che risulta quasi uguale a quello del 2006); questo perché, da quanto si può dedurre, il costo sostenuto per coprire le operazioni di acquisizione è superiore, in modo piuttosto forte, rispetto ai ricavi conseguiti dalle vendite. Lo stesso andamento viene individuato anche per l'indice **ROS, la redditività operativa delle vendite**, che durante l'intervallo di analisi considerato passa da 8,03 nel 2007 a -0,95 nel 2012, addirittura raggiungendo

livelli negativi. Tale andamento decrescente (soprattutto nell'ultimo anno) è dovuto al fatto che il fatturato nel 2012 assume il valore minimo per l'intervallo temporale considerato. La situazione diventa ancora più chiara se si fa riferimento ai valori della redditività operativa delle vendite nei due anni precedenti il periodo di analisi: nel 2005 e 2006 infatti il ROS (che ammonta a 7,68 e 8,67) risulta superiore rispetto alla media di 4,28 dell'intero periodo 2007-2012. Considerando **la redditività degli investimenti effettuati**, ossia il **ROI**, le cose non cambiano molto. Si verifica ugualmente un andamento negativo, il che fa passare tale indice da un valore di 7,62 nel 2007 a -0,93 nel 2012. Questo significa che la redditività operativa della società raggiunge livelli negativi nell'ultimo anno, magari proprio per il costo eccessivo delle acquisizioni effettuate in quest'ultimo periodo e per livelli di fatturato in calo. Infatti tale ipotesi si verifica se prendiamo in considerazione **l'incidenza dei costi totali sul fatturato annuo, Costi/Fatturato**, che nel corso del periodo di analisi ottiene un aumento graduale (aumenta di quasi 10% in 5 anni), il che dimostra una maggiore incidenza dei costi sostenuti sul fatturato conseguito. Ancora una volta, si arriva a concludere, dunque, che piuttosto che finalità finanziarie, le operazioni effettuate (in particolare quelle del 2008 e del 2011) intendevano raggiungere delle finalità strategiche, che nel lungo termine porteranno poi la società ai risultati desiderati. Il grafico che riportiamo in seguito rappresenta proprio l'andamento del fatturato e dei due indici di redditività nel tempo, ROI e ROS.

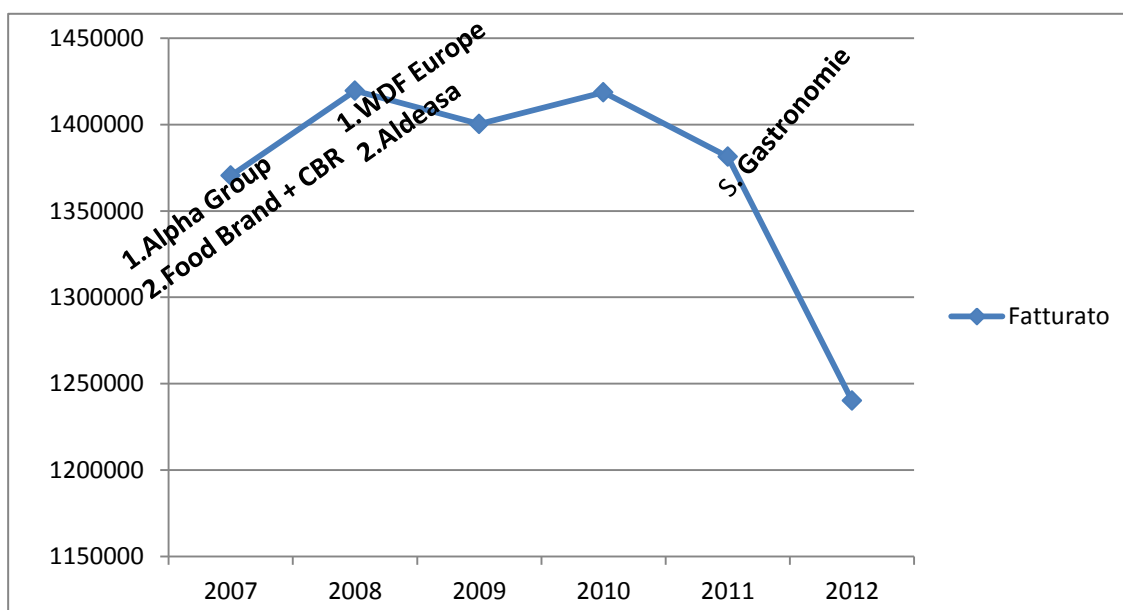


Grafico nr.8: fatturato annuo Autogrill

Fonte:elaborazione propria su dati AIDA

Da quanto rappresentato, si capisce in modo chiaro che successivamente alle operazioni di acquisizione (12-24 mesi dopo) il fatturato della società si riduce lievemente, proprio a causa dell'eccessivo costo degli investimenti effettuati, che iniziano a produrre gli effetti desiderati non prima di 2-3 anni dalla conclusione dell'operazione di acquisto (fanno eccezione solo le acquisizioni del 2007, ossia, Alpha Group, Food Brand, CBR, e Carestel).

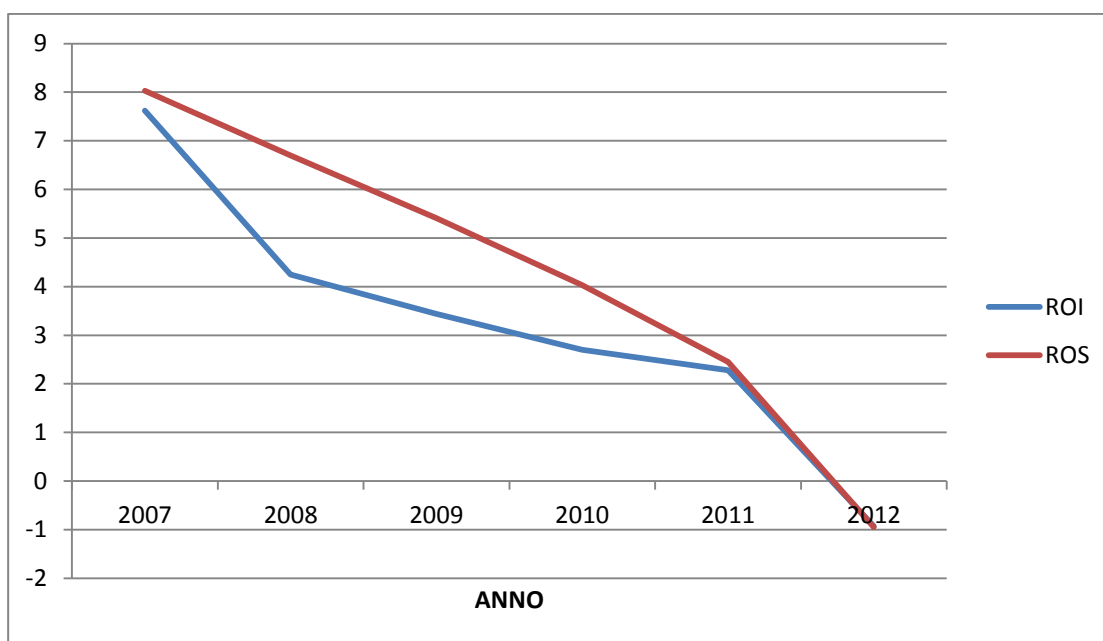


Grafico nr.9: Andamento ROI e ROS (Autogrill)

Fonte: elaborazione propria su dati AIDA.

- ✓ Per quanto riguarda la parte finanziaria dell'analisi, le operazioni di acquisizione sperimentate dalla società hanno decisamente incrementato l'autonomia finanziaria, soprattutto nella seconda fase dell'intervallo temporale, a partire dal 2009 in poi, periodo nel quale iniziano a verificarsi i primi effetti positivi delle acquisizioni del 2007 e del 2008. Infatti, **l'indice di indipendenza finanziaria** durante il periodo di analisi aumenta di quasi 20% se consideriamo i valori registrati nel 2008 e 2012 (rispettivamente 19,91% e 39,22%). Alla stessa conclusione si arriva anche paragonando la situazione recente con i dati del 2005 (17,96%). Questo significa che nel finanziare gli investimenti, la società ha fatto meno ricorso all'indebitamento, utilizzando invece più capitale proprio. Gli effetti positivi vengono verificati anche a

livello dell'**indebitamento a breve termine, (Debiti a breve/Totale Debiti)**. Tale indice subisce una variazione positiva (eccetto il 2008) passando da 0,34 nel 2007 a 0,46 nel 2012, il che significa che col passare del tempo la società (forse anche per via dell'immagine, della reputazione e delle grandi dimensioni raggiunte) riesce più facilmente ad ottenere finanziamenti di lungo termine dalle banche. Si arriva ad una conclusione ugualmente positiva anche facendo riferimento ai dati registrati nel 2005 (0,39) e 2006 (0,59), tutti e due caratterizzati da valori superiori rispetto alla media di 0,35 dei 5 anni oggetto di analisi.

Quindi, concludendo si nota che la situazione di Autogrill non è del tutto chiara, come invece succede nel caso Amplifon o negli altri casi che verranno analizzati in seguito. Questo perché, sia il fatturato, che la redditività della società (EBIT e Risultato Netto) determinano dei trend sia al rialzo che al ribasso. E' per questo che la società Standard&Poor's, protagonista nell'attribuzione del rating a livello globale, attribuisce ad Autogrill un giudizio "hold". Comunque, non possiamo negare che la conclusione di operazioni di acquisizione abbia avuto un effetto tendenzialmente positivo sul volume delle vendite (e sul fatturato) della società, soprattutto successivamente le prime acquisizioni (effettuate nel 2007 e 2008), determinando così un passo avanti verso il raggiungimento di obiettivi di *value creation*.

2.2.3 IL CASO CAMPARI SPA



1. Introduzione

Davide Campari-Milano Spa, è una società italiana, con sede a Sesto San Giovanni (Milano), leader mondiale nel settore *beverage industry*. Dalla bevanda di punta del gruppo, **Campari Bitter**, il suo portfolio si è esteso fino a raggiungere più di 50 marchi premium e super premium, quali: **Aperol**, **Appleton**, **Campari**, **Cinzano**, **SKYY Vodka** e **Wild Turkey**. Il Gruppo Campari è ora una società globale che produce e distribuisce i suoi prodotti in più di 190 paesi. La società conta più di 4.000 dipendenti ed ha la propria rete di distribuzione in Italia, Austria, Belgio, Germania, Lussemburgo, Russia, Svizzera, UK, Ucraina, Messico, USA, Argentina, Brasile, Giamaica, Australia e Cina; per gli altri mercati si usano poi distributori locali.

2. Obiettivo

L'obiettivo di questa tesi è l'analisi delle operazioni di Merger&Acquisition sperimentate negli ultimi 5 anni dalla società (2007-2012), in modo tale da poter individuare quali sono state le scelte strategiche che hanno condotto la società e i loro risultati. La domanda definitiva alla quale dovremo essere in grado di rispondere è: *Le operazioni di M&A hanno incrementato o meno il volume delle vendite della società, creando valore e raggiungendo livelli di crescita soddisfacenti?*

Abbiamo selezionato Campari come oggetto di questa analisi, in quanto negli ultimi anni si è distinta per la maggiore operatività nel campo dell' M&A. *Oltre ai dati reperibili su diversi siti internet, libri e riviste consultati, sono prese in considerazione anche informazioni provenienti direttamente dalla società, tramite la compilazione di un questionario dettagliato inviato all' investor relator di Campari, Dott. Alex Balestra.*

3.Cenni storici

La storia di Campari inizia in un piccolo bar di Novara: il *Caffè dell'Amicizia*, acquistato da Gaspare Campari nel 1860 e dove, in quegli anni, nascerà e si perfezionerà *la ricetta di Campari*, rimasta invariata da allora. Tra le prime bevande prodotte si distinguono il ***Bitter all'uso d'Hollanda*** e il ***Cordiale***.

Davide Campari si è poi impegnato a dare alla società ereditata da suo padre una progressiva presenza internazionale che farà diventare famoso il marchio a livello mondiale. Morì nel 1936; 10 anni dopo la società si costituisce come *Davide Campari-Milano Spa* e rimane focalizzata sul core product fino all'inizio del nuovo secolo, anche dopo il controllo acquistato da Domenico Garavoglia negli anni '70. Le vendite aumentarono in modo forte particolarmente durante gli anni '60; a quell'epoca i brand Campari venivano distribuiti in più di 80 paesi. La fase critica invece arriva negli inizi degli anni '90. La rapida consolidazione del mercato mondiale delle bevande, e specialmente la creazione di un piccolo numero di giocatori dominanti, come ***Diageo*** e ***Allied Domecq*** costringono Campari di fare una scelta. Il primo passo verso la creazione di un portfolio competitivo sul mercato mondiale arriva nel 1995 con l'acquisizione della ***BolsWessanen*** da Dutch Group in Italia. Nel 1998 e 1999 la politica espansiva continua con l'acquisizione di ***SKYY Spirits LLC***, ***Ouzo 12*** e ***Cinzano***. Nel Luglio 2001 il gruppo completa la sua IPO su Piazza Affari quotandosi sul Mercato Telematico (MTA) della Borsa di Milano. Successivamente il Gruppo acquista marchi leader del settore, come: ***Dreher***, ***Old Eight***, ***Drury's***, ***Gregson's***, ***Gold Cup Whiskies*** e ***Liebfraumilch Wine***. Nel 2002 Campari conclude l'acquisizione di ***Zedda Piras Spa*** (Mirto di Sardegna), avendo la maggioranza in ***Sella&Mosca Spa***, tutte e due società fondate in Sardegna. Lo stesso interesse verso i vini ha portato il gruppo ad acquistare ***Riccadonna*** nel 2003. Nel Dicembre 2003 il Gruppo annuncia l'acquisto di ***Barbero 1891 Spa*** che ha portato al portfolio marchi come: ***Aperol***, ***Aperol Soda***, ***Barberi***, ***Mondoro*** e ***Enrico Serafino***. Le acquisizioni che si registrano negli anni a venire sono: nel 2006 ***Glen Grant***, ***Old Smuggler*** e ***Braemer***; nel 2007 ***Cabo Wabo Tequila***; nel 2009 ***Wild Turkey Bourbon*** e ***American Honey Liqueur***; nel 2010 ***Carolans Irish Cream***, ***Frangelico Huzelnut Liqueur*** e ***Irish Mist Whiskey***; nel dicembre 2012 il ***Gruppo Campari*** annuncia l'acquisizione di ***Lascelles deMarcado & Co. Limited*** che include marchi come ***Appleton Estate***, ***Appleton Special/White***, ***Wray&Nephew*** e ***Coruba***. Il portfolio corrente del ***Gruppo Campari*** conta 65 marchi, alcuni dei quali (ad esempio ***Cinzano***) con più di 200 anni di storia. Il 6 Luglio 2011 il Gruppo ha festeggiato il decimo anniversario della quotazione su Borsa Italiana nel 2001.

4. Le attività di M&A (strategia seguita)

In quest'ottica prima di partire con l'analisi delle operazioni, definiamo quelle che sono le acquisizioni effettuate dalla società, che interessano l'arco temporale 2007-2012:

Target	Nazione target	Anno	Quota
1.Lascellas deMarcado	Giamaica	2012	100%
2.Urciuolo+Fasi Battaglia+Mouton Gadet	Italia, Italia, Francia	2012	100%
3.Sagatiba	Brasile	2011	100%
4.Coralans+Irish Mist+Frangelico	Italia	2010	100%
5.Wild Turchy	USA	2009	100%
6.Odessa Plant of Sparkling Wines	Ucraina	2008	99%
7.X-rated	USA	2007	100%
8.Cabo Wabo Tequila	USA	2007	80,6%

Tabella nr.4: Le acquisizioni di Campari Spa nel periodo 2007-2012

Secondo Bob Kunze-Concewitz, *Chief Executive Officer* (CEO): *“le acquisizioni concluse sono perfettamente in linea con la nostra strategia di crescita dal punto di vista sia di business sia finanziario. Aggiungiamo brand di qualità elevata e con potenzialità di crescita (soprattutto nel settore spirit, che è il più profittevole per il Gruppo), rafforzando ulteriormente la nostra offerta nei marchi premium. Cerchiamo di incrementare significativamente la massa critica del portafoglio nel mercato americano, caratterizzato da elevata redditività, e rafforziamo l'esposizione nei principali mercati internazionali, come: Australia, Russia, Canada, Spagna e Regno Unito. Continuiamo a implementare la nostra strategia di acquisizioni in modo molto disciplinato e coerente a beneficio della nostra futura crescita, aumentando ulteriormente l'internalizzazione.”* E' facile capire, dunque, che la politica che ha guidato le operazioni di M&A nel corso del tempo, è *principalmente una strategia di internalizzazione* (infatti, alcune delle operazioni concluse servono a raggiungere tale scopo: Sagatiba, Wild Turchey, Tequila Cabo Wabo), puntando all'espansione geografica e al leadership mondiale. In questo caso però, tramite le operazioni di acquisto finalizzate, si può dedurre che oltre ad una politica di internalizzazione, si è fatto ricorso, in modo abbastanza significativo, anche ad una *strategia di differenziazione*, ampliando la gamma dei prodotti offerti con vini e brand alcolici (Urciuolo, Fasi Battaglia, Mouton Gadet) e ad una strategia di diversificazione (tramite l'acquisizione di Lascellas de Marcado, Sagatiba, Odessa

5. Le performance

In questa quinta ed ultima parte, vengono prese in considerazione le performance della società successivamente alla conclusione delle operazioni di acquisto, in modo tale da poter definire tramite l'analisi degli indici di bilancio (di redditività e finanziari) l'eventuale andamento dell'attività post-acquisizione. Di fatto, considerando i bilanci di fine esercizio nell'arco temporale 2007-2012 (reperibili dal database AIDA), vengono tirati fuori alcuni indicatori significativi.

<i>D.Campari Spa</i>	31/12/12	31/12/11	31/12/10	31/12/09	31/12/08	31/12/07
Fatturato	542.569.000	546.717.000	495.717.086	308.984.737	315.401.442	310.788.548
EBIT	152.021.000	143.233.000	97.455.782	28.144.929	23.989.296	27.749.896
Risultato netto	82.900.000	191.127.000	82.493.080	32.456.408	33.493.654	27.483.299
EBITDA/Vendite(%)	30,8	29	22,5	13,26	10,83	12,42
ROI	8,22	10,19	7,75	2,43	3,03	3,36
ROS	28,02	26,2	19,66	9,11	7,61	8,93
Costi/Fatturato	0,72	0,74	0,8	0,91	0,92	0,91
Oneri fin./Fatturato(%)	6,66	5,49	5,38	10,83	16,99	12,2
Debiti a breve/Tot.Debiti	0,14	0,3	0,38	0,39	0,63	0,66
Ind.di indipend.fin (%)	35,84	43,79	36,71	33,14	41,16	39,68
Attivo Circolante	449.747.000	283.417.000	268.553.496	219.847.513	205.783.726	201.310.929

¹⁶

- ✓ Osservando il **fatturato** negli ultimi 5 anni (nei quali sono state concluse le acquisizioni più significative per la società) si può affermare che il trend dei volumi di vendita è sempre al rialzo (tranne l'ultimo anno), determinando così un aumento graduale che raggiunge il suo massimo nel 2011 ,per un valore di Euro 546.717.000 , che rappresenta quasi il doppio del fatturato registrato nel 2007 (di fatto durante questo intervallo le vendite sono incrementate di circa 76%). Quindi, tramite l'espansione della propria attività in nuovi mercati o mercati già esistenti per via delle acquisizioni, la società è riuscita ad incrementare il volume dei ricavi conseguiti. Alla stessa conclusione si arriva anche facendo paragonare i dati del fatturato con i due anni antecedenti il periodo di analisi. Nel 2005 e 2006 il fatturato registrato ammonta, rispettivamente, a Euro 306.654.498 e Euro 297.615.187 , quindi sempre più basso rispetto agli anni dopo le acquisizioni. Di sotto, viene rappresentato graficamente l'andamento del fatturato durante l'intervallo di studio 2007-2012.

¹⁶ La tabella rispecchia i dati del bilancio non consolidato, appartenenti alla società Davide Camapri-Milano Spa, e non al Gruppo al quale aderisce la società.

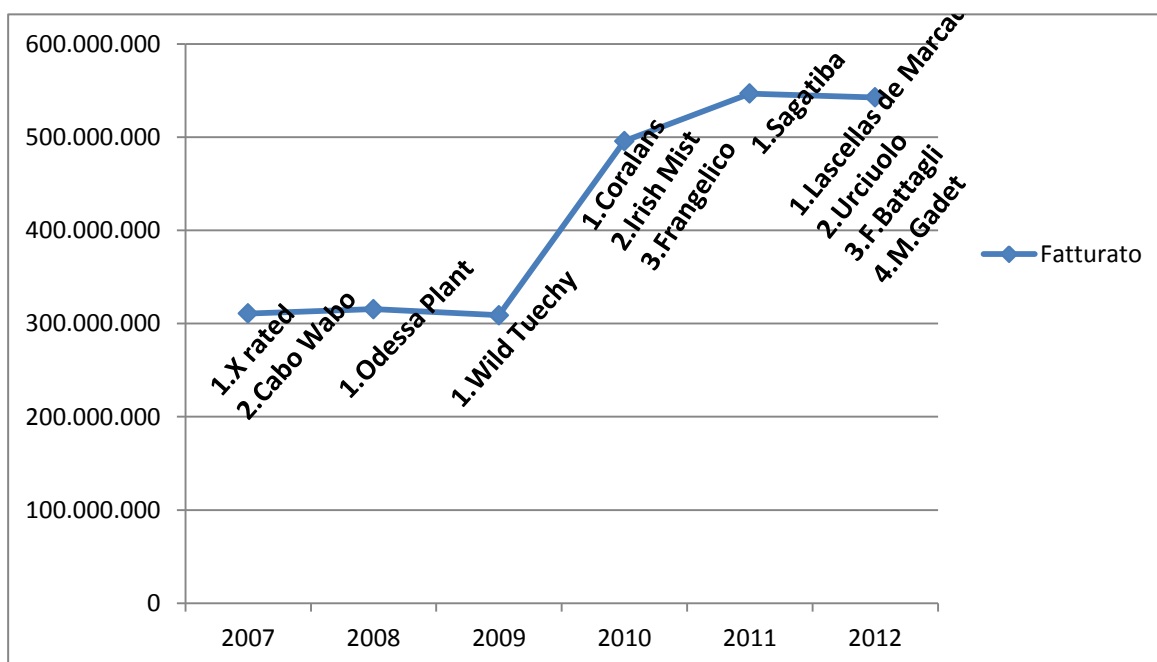


Grafico nr.10: il fatturato annuo Campari

Fonte: elaborazione propria su dati AIDA

Si nota che dopo gli acquisti dei primi anni (X-rated e Cabo Wabo Tequila nel 2007, Odessa Plant nel 2008 e Wild Turchey nel 2009) il fatturato aumenta in modo piuttosto significativo. Anche negli anni successivi il trend rimane positivo, anche se in modo più contenuto (fa eccezione solo il dato dell'ultimo anno, in quanto a fine 2012 il valore del fatturato scende lievemente rispetto all'anno precedente; si tratta comunque di una riduzione di quasi -1% che potrebbe essere considerata trascurabile). Se invece consideriamo la suddivisione del fatturato per segmento (negli ultimi 5 anni), il settore più redditizio risulta quello degli alcolici (75% del fatturato aziendale), il che ci fa capire perché 5 su 8 operazioni di acquisto concluse negli ultimi 5 anni hanno avuto come obiettivo brand alcolici (Lascellas de Marcado, Wild Turchey, Odessa Plant, Cabo Wabo Tequila e Sagatiba). Successivamente troviamo i vini, con una incidenza del 15% sul fatturato (Urciuolo, Fasi Battaglia e Mouton Gadet), i "soft" drink con 9% (Coralans, Irish Mist, Frangelico e X-rated) e all'ultimo posto brand appartenenti ad altri settori (1%). Nel grafico seguente riportiamo la suddivisione del fatturato per settore appena descritta:



Grafico nr.11: Fatturato della società per settore

Fonte: elaborazione propria

La stessa identica situazione si conferma analizzando l'andamento della **redditività operativa** e quella **netta** della società, che raggiungono valori sempre più alti. Fa eccezione solo il dato del risultato netto appartenente al 2012, che risulta più che dimezzato rispetto all'anno precedente, 2011 (rispettivamente i valori registrati sono 82.900.000 milioni di Euro e 191.127.000 milioni di Euro). Un andamento generalmente positivo si verifica anche per l'indice **ROS, Return on Sale**; di fatto la redditività delle vendite è stata triplicata durante l'intervallo di tempo in considerazione, passando da un ROS pari a 8,43 nel 2007 a 28,02 a fine 2012, un dato importantissimo questo che dimostra un impegno continuo e determinante della società verso la crescita ulteriore. Paragonando la media di tale indice (16,59) durante i 5 anni oggetto di studio con i valori registrati nei due anni precedenti le acquisizioni (2005 e 2006) si arriva alla stessa conclusione in quanto risultano più bassi (i valori ammontano rispettivamente 4,14 e 10,89). La positività raggiunta tramite le acquisizioni concluse si verifica anche a livello dell'**incidenza dei costi complessivi sul fatturato**. Infatti, osservando l'andamento di tale indice negli ultimi 5 anni, si afferma una minore incidenza dei costi sul fatturato annuo, ossia un andamento negativo dell' indicatore in questione, il che dimostra complessivamente un effetto positivo nell'operatività aziendale. Il **ROI, Return on Investment**, segue lo stesso andamento crescente (tranne l'ultimo anno a causa di un minor fatturato), il che dimostra che gli investimenti condotti dalla società risultano più redditizi col passare del tempo. Tale indice di redditività infatti, dal 2007 al 2011, risulta triplicato (passando da 3,36 a 8,22). Di sotto, viene riportato graficamente l'andamento dei due indici (ROI e ROS) negli ultimi 5 anni per la Campari.

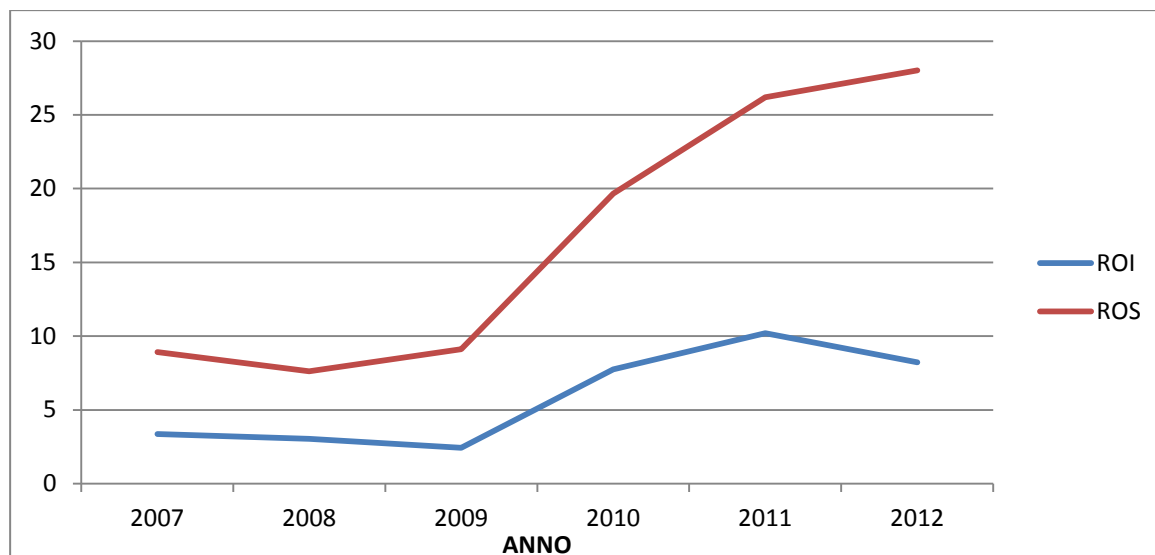


Grafico nr.12: Andamento ROI e ROS (Campari)

Fonte: elaborazione su dati AIDA

- ✓ Per quanto riguarda la parte finanziaria, possiamo dire che la conclusione di operazioni di M&A non necessariamente ha determinato un effetto positivo sul grado di autonomia finanziaria; di fatto, **l'indice di indipendenza finanziaria (%)** risulta variare sia di segno positivo che negativo durante l'intervallo di 5 anni preso in considerazione (la variazione da un anno all'altro ammonta circa +/- 5%). Risulta comunque più basso se paragonato con il periodo precedente le acquisizioni (nel 2005 e 2006 ammonta rispettivamente a 40,73 e 40,94). Questo andamento leggermente negativo dell'indice di indipendenza finanziaria potrebbe essere associato al fatto che l'effettuazione delle acquisizioni ha richiesto finanziamenti di ampia misura, per i quali la società ha dovuto ricorrere di più rispetto al passato all'indebitamento bancario. Le cose cambiano però se consultiamo **l'indebitamento a breve termine**. Tale indice ha subito un forte calo, facendo così capire la forza contrattuale (in quanto la durata media dei debiti passa da 76,45 nel 2007 a 101,82 nel 2012) e la fiducia che la società ha raggiunto nel tempo per ottenere finanziamenti di lungo termine dalle banche. Questa variazione negativa del debito a breve periodo è dovuta anche alle grandi dimensioni della società, visto come un vantaggio e una specie di garanzia in più nell'ottenimento di prestiti a lungo periodo.

Oltre ai dati reperibili su diversi siti internet, libri e riviste consultati, sono prese in considerazione anche informazioni provenienti direttamente dalla società, tramite la

compilazione di un questionario¹⁷ dettagliato inviato all' investor relator di Campari, Dott. Alex Balestra. Alcune delle informazioni più importanti vengono raggruppate nei seguenti punti:

1) Strategia seguita nelle operazioni di acquisizione concluse nell'arco 2007-2012:

	Strategia di diversificazioni	Strategia di differenziazioni	Strategia di concentrazioni	Strategia di internalizzazioni
Lascellas de Mercado	X	X		
Urciuolo+Fasi Battaglia+Mouton Gadet		X		
Sagatiba	X	X		X
Coralans+Irish Mist+Frangelico	X	X		X
Wild Turchey	X	X		X
Odessa Plant	X	X	X	
X-rated	X		X	
Cabo Wabo Tequila	X	X	X	X

2) Sinergie raggiunte tramite le acquisizioni effettuate:

	Sinergie operative	Sinergie di ricavo	Sinergie Fiscali	Sinergie Finanziarie
Lascellas de Mercado	X	X		
Sagatiba	X	X		
Coralans+Irish Mist+Frangelico		X		
Wild Turchey	X	X		
Odessa Plant	X	X		X
X-rated	X	X		
Cabo Wabo Tequila	X	X		

¹⁷ Il questionario completo è stato riportato in pagina 91

- 3) Solo una delle società acquisite ha richiesto interventi di ristrutturazione della target, Lascellas de Marcado (2012). Dunque, si tratta di un fenomeno quasi inesistente (in quanto solo 1 su 8 operazioni concluse rappresenta interventi di questo tipo).
- 4) La fase pre-contrattuale (particolarmente la *due-diligence*) assume una massima importanza nell'eventuale successo dell'operazione (l'investor relator della società ha attribuito a tale fase un'importanza di 5 punti, su una scala da 0-5). Secondo le informazioni reperite infatti, tutte le operazioni di acquisizione concluse negli ultimi 5 anni dalla società sono state sottoposte a valutazioni di fattibilità pre-contrattuale, utilizzando maggiormente analisi di *Business Plan* e *Net Present Value*.
- 5) Secondo quanto riferito dal dott. Alex Balestra, nel sostenere il fabbisogno generato dalle operazioni di acquisizione Campari ha fatto totalmente ricorso all'indebitamento (100%), scegliendo tra le varie forme del debito il *Senior Debt*.
- 6) Con riferimento ad un arco temporale di 24 mesi dalla conclusione della negoziazione, l'operazione di acquisizione che ha creato più valore per la società è Wild Turkey nel 2009 (USA).
- 7) Alcuni dei fattori di forza, debolezza, opportunità e criticità (ritenuti tali dagli organi interni della stessa società) generati dalla conclusione delle operazioni di M&A vengono elencati in seguito (**Analisi Swot**):

<u>a) Fattori di forza</u> <ul style="list-style-type: none">▪ Arricchimento prodotti offerti▪ Aumenta massa critica in alcuni mercati ha permesso un accesso diretto	<u>b) Fattori di debolezza</u> <ul style="list-style-type: none">▪ Esposizione a mercati emergenti ad alta volatilità
<u>c) Opportunità</u> <ul style="list-style-type: none">▪ Sfruttare potenziale di crescita internazionale dei brand acquisiti▪ Aumentare la marginalità della società▪ Rivitalizzare brand tramite <i>marketing mix</i>	<u>d) Minacce</u> <ul style="list-style-type: none">▪ L'eccessivo indebitamento al quale si fa ricorso per finanziare le acquisizioni

- 8) Le maggiori difficoltà di integrazione che la società ha incontrato nella fase post acquisizione sono piuttosto del tipo organizzativo, gestionale e culturale.

- 9) L'attuale situazione economica del mercato, secondo Campari, rappresenta per le società che intendono crescere per via esterna un fattore di stimolo per eventuali prezzi bassi della target piuttosto che un fattore frenante per le difficoltà nel reperire fonti di finanziamento.
- 10) Infine, le operazioni di M&A sono ritenute dalla società, che ha fatto ricorso a tale strategia in modo abbastanza frequente, creatrici di valore (infatti dall'investor relator è stato attribuito un punteggio di 5, su una scala da 0-5).

Dunque, concludendo, possiamo affermare che la scelta di effettuare operazioni di acquisizione ha portato la società verso volumi di vendita decisamente superiori rispetto al passato, in quanto il fatturato è aumentato notevolmente e sia l'indice di redditività delle vendite (ROS) che il ROI hanno subito variazioni ugualmente positive. Tale affermazione trova conferma anche nell'andamento **dell'indice di redditività lorda delle vendite, EBITDA/Fatturato (%)**, che nell'arco dei 5 anni considerati viene più che raddoppiato, passando da 12,42 nel 2007 a 30,8 nel 2012, determinando un forte miglioramento della gestione intertemporale. Oltre al fatturato, un andamento crescente ha subito anche la redditività, in quanto nel 2012 il risultato operativo (EBIT) è quasi 2 volte più alto rispetto il dato registrato nel 2007, mentre il risultato netto registra un aumento ancora più grande (3 volte). Si può quindi confermare in termini di *value creation* un impatto delle operazioni di acquisizione decisamente positivo sulla società. *Perciò, Campari è sicuramente una società solida finanziariamente ed economicamente con ottimo track record di crescita e posizionamento di mercato. La presenza in vari paesi del mondo ne aumenta le potenzialità di sviluppo e ne diversifica il rischio.*

2.2.4 IL CASO LUXOTTICA SPA



1.Introduzione

Luxottica è un'azienda italiana che produce e commercializza occhiali di elevata qualità tecnica e stilistica per migliorare il benessere e la soddisfazione dei propri clienti, e allo stesso tempo creare valore per i dipendenti e le comunità in cui il Gruppo opera, attraverso la realizzazione di un prodotto di qualità superiore rispetto alla concorrenza. Ogni collezione, ogni paio di occhiali, è il risultato di un continuo processo di ricerca e sviluppo il cui obiettivo è di anticipare e interpretare i bisogni, i desideri e le aspirazioni dei consumatori di tutto il mondo. L'eccellenza produttiva e l'attenzione alla qualità del servizio sono due dei fattori sui quali Luxottica fa leva per raggiungere i propri obiettivi istituzionali: il Gruppo persegue una strategia che mira al mantenimento della propria leadership a livello globale ed al suo rafforzamento attraverso una crescita sia interna che esterna come dimostrato dalle numerose acquisizioni effettuate nel corso del tempo. La società detiene sia marchi di proprietà (Ray Ban, Persol, Luxottica, Vogue-Eyewear, Oakley ecc) che marchi in licenza (Bulgari, Burberry, Chanel, D&G, Prada, Miu Miu ecc). Rappresenta la più grande società a livello mondiale operante nel settore in questione ed è presente in 5 continenti (nelle Americhe, in Europa, in Asia e in Africa); il suo primo competitor è Safilo Group Spa.

2.Obiettivo

L'obiettivo di questa tesi è l'analisi delle operazioni di Merger&Acquisition sperimentate negli ultimi 5 anni dalla società (2007-2012), in modo tale da poter individuare quali sono state le scelte strategiche che hanno condotto la società e i loro risultati. La domanda definitiva alla quale dovremo essere in grado di rispondere è: *Le operazioni di M&A hanno incrementato o meno il volume delle vendite della società, creando valore e raggiungendo livelli di crescita soddisfacenti?*

Abbiamo selezionato Luxottica come oggetto di questa analisi, in quanto negli ultimi anni si è distinta per la maggiore operatività nel campo dell' M&A.

3.Cenni storici

L'azienda viene fondata ad Agordo (Provincia di Belluno) nel 1961 da Leonardo Del Vecchio, (giovane incisore milanese) sotto la denominazione "Luxottica di Del Vecchio e C. S.a.S". Nei primi anni produceva minuterie metalliche e semilavorati per conto terzi, per la **Metalflex di Venas di Cadore**, poi si mise a fabbricare per conto proprio attraverso un ampliamento della gamma delle lavorazioni eseguite (in grado di produrre l' intero occhiale), ottenendo un grande successo per lo stile e la novità delle montature al primo MIDO (*Mostra Internazionale degli Occhiali*) di Milano.

Il 1969 è l'anno di una svolta epocale per l'azienda: essa si trasforma da terzista a produttore indipendente, lanciando così sul mercato le prime montature a marchio Luxottica. Convinto dalla necessità di una integrazione verticale (uno dei vantaggi competitivi alla base del successo futuro della società), nel 1974 Del Vecchio acquista **Scarrone**, una società italiana di distribuzione, per poter distribuire direttamente le montature sul mercato di sbocco. Nel 1981 la società istituisce la sua prima filiale internazionale in Germania, la prima in un rapido periodo di espansione internazionale segnato anche dalle acquisizioni di distributori esteri e dalla creazione di una serie di *joint venture* strategiche. Nel medesimo periodo Luxottica non tralascia continui investimenti volti al miglioramento ed adeguamento agli standard richiesti del prodotto che offre, i quali permetteranno alla società di aumentare la propria quota sia sul mercato italiano che sui più importanti mercati europei. La fine degli anni '80 denota un radicale cambiamento nella concezione e nella visione prodotto occhiale: precedentemente esso veniva considerato una mera protesi necessaria alla correzione di difetti visivi; ora invece, viene considerato come un accessorio in grado di valorizzare l'estetica di una persona. Il primo di molti accordi di licenza con un designer è stato quello con **Armani** nel 1988. La società si quota alla Borsa di New York nel 1990, ed a Milano nel dicembre del 2000. La quotazione fa raccogliere fondi per la società, cosa che le permette di usare le sue azioni per acquistare altri marchi. Si parte con il marchio italiano **Vogue**, poi **Persol** e **US Shoe Corporation** (Lens Crafters) nel 1995, **Ray Ban** nel 1999 e **Sunglass Hut Inc** nel 2001. Successivamente Luxottica incrementa la propria presenza nel settore retail con l'acquisizione di **OPSM** con base a Sidney nel 2003, **Pearle Vision** e **Cole National** nel 2004. La società acquista **Oakley** per \$2,1 miliardi nel novembre 2007; Le offerte principali di prodotti di Luxottica sono gli occhiali da sole e montature da vista. L'azienda opera in due settori: produzione e distribuzione all' ingrosso/al dettaglio. Luxottica retail ha più di 7.000 punti vendita negli Stati Uniti, Sud America, Canada, Cina, Australia, Nuova Zelanda, Sud

Africa, Israele, Regno Unito, e negli Emirati Arabi Uniti; la sede della divisione retail attualmente è in Ohio (Stati Uniti). Dal 1998 Luxottica, tramite la propria fondazione **One Sight**, porta avanti una campagna sociale di aiuti ai Paesi del Terzo Mondo, attraverso la fornitura gratuita di occhiali e cure mediche.

4. Le attività di M&A (strategia seguita)

In quest'ottica prima di partire con l'analisi delle operazioni, definiamo quelle che sono le acquisizioni effettuate dalla società che interessano l'arco temporale 2007-2012:

Target	Nazione Target	Anno	Quota
1.Sun Planet	Spagna/Portogallo	2012	100%
2.Salmoiraghi&Viganò	Italia	2012	35%
3.Alain Mikli	Francia	2012	100%
4.Tecnol	Brasile	2011	100%
5.High Tech+Stanza	Messico	2011	100%
6.Multipticas Internacional	Sud America	2009	40%+60%
7.Oakley	USA	2007	100%

Tabella nr.5: Le acquisizioni di Luxottica Spa nel periodo 2007-2012

La missione di Luxottica, come leader mondiale nel design, nella produzione e distribuzione di occhiali di elevata qualità, si estende su due diversi fronti: migliorare il benessere dei propri clienti e creare valore per i dipendenti e le comunità in cui la società opera. Pertanto, Luxottica, persegue la propria missione con un modello di business verticalmente integrato (la società si espande per ottenere il controllo della sua supply chain) controllando l'intero processo produttivo, dalla materia prima al consumatore finale. Tutto questo si traduce in maggiore efficienza, flessibilità, velocità di design di prodotto, progettazione, pianificazione, produzione e logistica, rimando sempre attenti alla qualità. Considerando le acquisizioni concluse dalla società nell'arco temporale 2007-2012, possiamo affermare che, in primis, Luxottica esegue queste operazioni seguendo una strategia di internalizzazione. Di fatto le società target si collocano quasi tutte (eccetto Salmoiraghi e Viganò) fuori dall'Italia, preferibilmente anche in altri continenti (Oakley negli Stati Uniti, Tecnol in Brasile, High Tech e Stanza in Messico, Multipticas Internacional in Sud America). Questo dimostra che la società vuole espandersi, entrando in nuovi mercati o incrementando la propria quota in mercati nei quali è già presente, per rafforzare la sua posizione e raggiungere obiettivi di

crescita per via esterna. Oltre a questo, nelle operazioni concluse, ci sono anche margini di strategie di differenziazione, in quanto con l'acquisto delle diverse target Luxottica entra anche nel settore retail, che rappresenta una nuova fonte di crescita ulteriore per il Gruppo.

5.Le performance

In questa quinta ed ultima parte, vengono prese in considerazione le performance della società successivamente alla conclusione delle operazioni di acquisto, in modo tale da poter definire tramite l'analisi degli indici di bilancio (di redditività e finanziari) l'eventuale andamento dell'attività post-acquisizione. Di fatto, considerando i bilanci di fine esercizio nell'arco temporale 2007-2012 (reperibili dal database AIDA), si possono identificare alcuni indicatori significativi.

<i>Luxottica Spa</i>	31/12/12	31/12/11	31/12/10	31/12/09	31/12/08	31/12/07
Fatturato	7.086.000	6.222.500	5.798.000	5.094.300	5.201.600	4.967.000
EBIT	998.403	803.115	707.314	567.029	698.108	833.264
Risultato netto	545.881	458.300	407.259	304.896	397.872	498.199
EBITDA/Vendite(%)	19,15	18,11	17,75	12,71	16,66	18,07
ROI	15,26	11,88	11,23	10,69	12,15	14,73
ROS	14,09	12,91	12,20	11,3	13,42	16,78
Oneri fin./Fatturato(%)	1,94	1,91	1,90	2,14	2,36	1,85
Debiti a breve/Tot.Debiti	0,38	0,34	0,36	0,34	0,37	0,52
Costi/Fatturato	0,86	0,87	0,88	0,89	0,87	0,83
Ind.di indipend.fin (%)	47,87	42,72	40,90	37,92	33,86	34,03
Attivo Circolante	2.522.266	2.808.002	2.432.112	2.016.003	2.098.531	2.038.470

- ✓ Osservando il **fatturato** negli ultimi 5 anni (nei quali sono state concluse le acquisizioni più significative per la società) possiamo individuare decisamente un trend al rialzo (fa eccezione il dato del 2009, che rispetto al 2008 rappresenta una riduzione di quasi 4%). Un anno dopo la prima acquisizione infatti (Oakley nel 2007), la società inizia a cogliere i frutti dei suoi investimenti nel acquisto delle target delineate (il fatturato aumenta di quasi 5% dal 2007 a fine 2008). Proprio questo andamento positivo del fatturato in seguito alla prima acquisizione, potrebbe rappresentare una motivazione valida verso l'effettuazione di ulteriori operazioni di M&A, che prendono il via in modo abbastanza frequente dal 2009 in poi. Considerando i dati del fatturato nelle due estremità dell'intervallo di studio, ci si può accorgere che tale indice raggiunge un aumento di quasi 43% (di fatto, passa da 4.967.000 milioni di Euro nel 2007 a 7.086.000 a fine 2012),

determinando così in modo evidente un effetto positivo delle operazioni di acquisizione. Paragonando il risultato dell'ultimo anno (2012) con quello ottenuto nei due anni precedenti la prima acquisizione (ossia con il dato del 2005 e del 2006) possiamo dedurre che la società riesce a riportare il fatturato a livelli decisamente soddisfacenti, in quanto nel 2005 e nel 2006 il risultato registrato dalla società ammonta rispettivamente a 1.118.000 e 4.670.900 milioni di Euro. Per quanto riguarda **la redditività operativa** della società (**EBIT**) e il suo **risultato netto** possiamo individuare due trend: uno al ribasso (2008-2009) e uno al rialzo (2010-2012), diversamente da quanto verificato per il fatturato. Riportiamo graficamente l'andamento del fatturato durante il periodo di analisi, con accanto le acquisizioni effettuate per ogni anno.

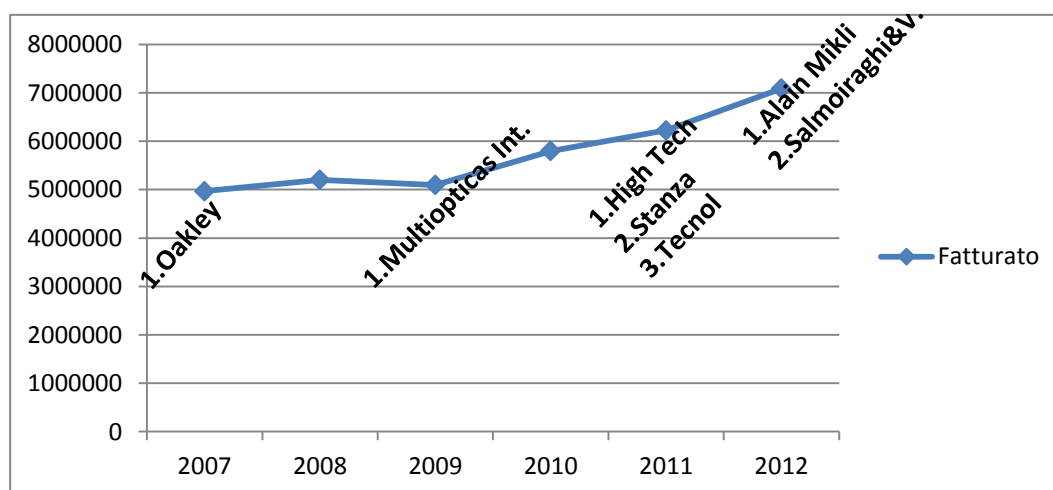


Grafico nr.13: fatturato annuo Luxottica

Fonte: elaborazione propria su dati AIDA

Un andamento un po' più fluttuante invece assume il **ROS, l'indice di redditività operativa delle vendite**, che fino al 2009 subisce un lieve calo, per poi registrare andamenti positivi, soprattutto nel 2012 (dove il valore ammonta a 14,09). Anche per quanto riguarda l'altro indice di redditività, il **ROI (redditività operativa degli investimenti effettuati)**, si verifica lo stesso andamento variabile. Un calo fino al 2009 (dove assume un valore minimo di 10,69) e una ripresa negli ultimi 3 anni, (a fine 2012 ammonta a 15,26). Questo significa che, qualsiasi sbaglio la società abbia fatto nella gestione delle prime acquisizioni effettuate (Oakley nel 2007 e Multipticas Internacional nel 2009) lo ha rimediato nel processo gestionale delle operazioni di acquisto concluse successivamente (High Tech e

Stanza, Alain Mikli, Tecnol, Salmoiraghi & Viganò, Sun Planet nel 2011 e 2012). Tale ipotesi viene confermata anche dall'**indice di redditività lorda delle vendite, EBITDA/Vendite**, che negli ultimi 3 anni dimostra una forte ripresa, determinando un evidente miglioramento gestionale della società (passa da 18,07 nel 2007 a 19,5 a fine 2012). **L'incidenza dei costi complessivi sul fatturato annuo, Costi/Fatturato**, non fa differenza; l'incremento del valore di tale indice (che determina un effetto negativo sulla società) negli anni 2008-2009 di fatto viene contrastato dal calo subito successivamente, negli anni 2010-2012, il che dimostra una minore incidenza dei costi sostenuti sul fatturato annuo conseguito dall'azienda in questione (ossia un effetto positivo sull'operatività aziendale). Riportiamo graficamente ora l'andamento dei due indici di redditività operativa:

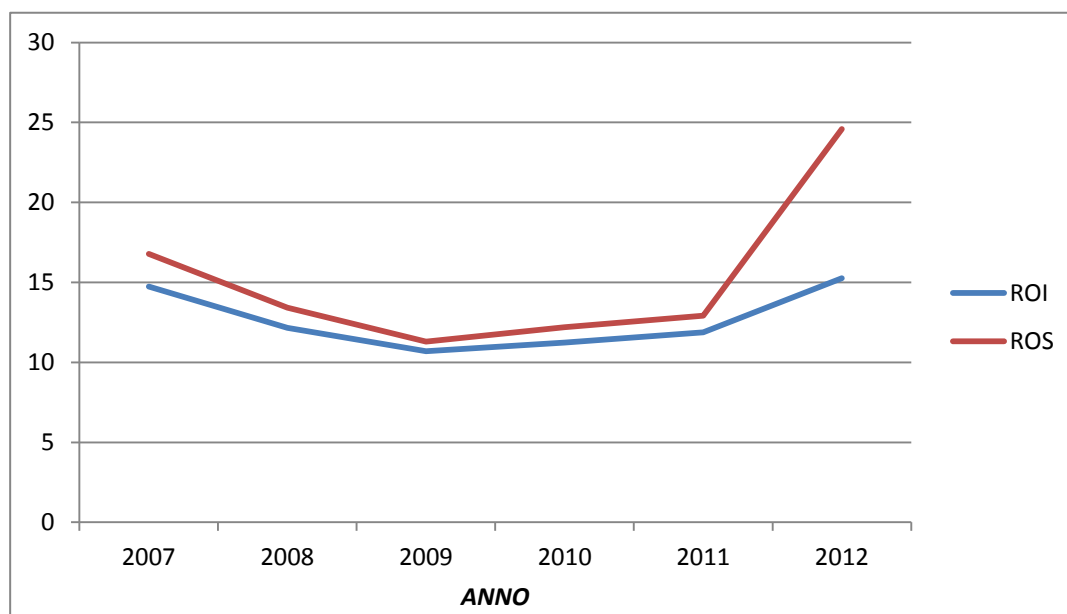


Grafico nr.14: Andamento ROI e ROS (Luxottica)

Fonte: elaborazione propria su dati AIDA

- ✓ Per quanto riguarda la parte finanziaria, complessivamente possiamo confermare un effetto positivo delle operazioni di acquisizione. Di fatto, **l'indice di indipendenza finanziaria** (ossia l'autonomia finanziaria delle società) registra durante tutto l'intervallo 2007-2012 un andamento al rialzo; di fatto a fine 2012, l'indice in questione ammonta a 47,87%, cioè quasi 14,84 punti percentuali (%) in più rispetto il dato del 2007, cosa che ci fa capire la capacità della società nel finanziare i propri progetti di investimento, coprendo quasi la metà del fabbisogno

finanziario generato con risorse proprie. Effettuando un confronto con i dati individuati nel periodo precedente le operazioni di acquisto, si può affermare che a fine 2012 i risultati verificati sono ugualmente migliori (infatti l'indice di indipendenza finanziaria del 2012, 47,87%, è sempre maggiore di quello del 2005 e 2006, rispettivamente 24,54% e 43,03%). **L'indebitamento a breve termine (Deb. a breve/Totale Debiti)** invece registra delle variazioni più contenute durante il periodo di analisi. Dall'anno dopo la prima acquisizione (Oakley nel 2007) tale indice inizia a registrare un calo evidente. Infatti se consideriamo le due estremità dell'intervallo temporale, da 0,52 nel 2007, l'indebitamento a breve termine passa a 0,38 nel 2012, una riduzione di quasi 26% (alla stessa conclusione si arriva anche facendo riferimento al dato del 2005 e del 2006, con valori più alti rispetto al 2012, in quanto sono caratterizzati da valori pari a 0,48 e 0,55). Questo significa che nell'ottenere finanziamenti dalle banche (o da terzi) la società riesce a prolungare i termini, riducendo sempre di più il peso dell'indebitamento a breve termine sui debiti totali, un effetto positivo questo sull'operatività aziendale. Il valore minimo di tale indice è stato registrato a fine 2009 e 2011 (0,34) dopo le acquisizioni delle target collocate nelle Americhe (Multiópticas Internacional, High Tech, Stanza e Tecnol). Comunque, anche i valori registrati negli anni a venire rappresentano una evidente capacità contrattuale della società nell'ottenere finanziamenti di lungo termine dalle banche, in quanto l'indice in questione non va oltre a 0,38.

Il miglioramento nell'operatività della società si conferma soprattutto dall'attribuzione del **rating** da parte di *Standard & Poor's* nel Marzo del 2013, ottenendo un miglioramento dell'Outlook da "stabile" a "positivo" (**BBB+**). *Standard & Poor's* comunica che il giudizio su Luxottica fa seguito al secondo anno consecutivo (2011 e 2012) in cui l'azienda genera solidi risultati operativi conseguendo una crescita a doppia cifra sia nel fatturato che negli utili dell'anno 2012. Il rating BBB+ riflette la solidità del business di Luxottica che si colloca ai vertici dell'industria dell'eyewear, un settore caratterizzato da un rapido e continuo tasso di sviluppo. Il rating riconosce inoltre la solidità finanziaria di Luxottica che rappresenta una forte capacità di generazione di cassa (ad esempio nel 2012 ha raggiunto il nuovo record di oltre 700 milioni di Euro).

Complessivamente, il giudizio di Standard & Poor's riconosce a Luxottica un profilo di business forte e solido in un mercato frammentato e molto competitivo, ma dove ci sono ottime prospettive di crescita soprattutto nei mercati emergenti. Opportunità di sviluppo che Luxottica può cogliere pienamente grazie anche al suo modello di business, che è veramente integrato, e alla solida redditività dell'azienda.

Concludendo, possiamo quindi confermare che la conclusione di operazioni di M&A, ha portato la società verso volumi di vendita decisamente superiori, in quanto il fatturato ottiene un andamento sempre e fortemente positivo durante l'arco temporale oggetto di analisi. Anche la redditività segue la stessa linea: l'EBIT è tendenzialmente in aumento, mentre il risultato netto raggiunge livelli sempre al rialzo. Di fronte a tale situazione, si può quindi dedurre che le acquisizioni di Luxottica hanno avuto un ruolo positivo sulla *value creation* della società.

2.2.5 IL CASO REPLY SPA



1.Introduzione

Reply Spa è una società italiana di Consulenza, System Integration e Application Management specializzata nella progettazione e nell'implementazione di soluzioni basate sui nuovi canali di comunicazione e media digitali. Costituita da un modello a rete di aziende altamente specializzate, Reply affianca i principali gruppi industriali europei appartenenti ai settori Telco & Media, Industria e Servizi, Banche e Assicurazioni e Pubblica Amministrazione nella definizione e nello sviluppo di modelli di business abilitati dai nuovi paradigmi di Big Data, Cloud Computing, Digital Media e Internet degli Oggetti, per ottimizzare ed integrare processi, applicazioni e dispositivi. Si tratta di una società caratterizzata da una cultura fortemente orientata all'innovazione tecnologica, e di conseguenza da continui e forti investimenti in ricerca e sviluppo.

2.Obiettivo

L'obiettivo di questa tesi è l'analisi delle operazioni di Merger&Acquisition sperimentate negli ultimi 5 anni dalla società (2007-2012), in modo tale da poter individuare quali sono state le scelte strategiche che hanno condotto la società e i loro risultati. La domanda definitiva alla quale dovremo essere in grado di rispondere è: *Le operazioni di M&A hanno incrementato o meno il volume delle vendite della società, creando valore e raggiungendo livelli di crescita soddisfacenti?*

Abbiamo selezionato Reply come oggetto di questa analisi, in quanto negli ultimi anni si è distinta per la maggiore operatività nel campo dell' M&A. *Oltre ai dati reperibili su diversi siti internet, libri e riviste consultati, sono prese in considerazione anche informazioni*

provenienti direttamente dalla società, tramite la compilazione di un questionario dettagliato inviato al finance director di Reply

3.Cenni storici

La società nasce nel 1995 a Torino, con la costituzione della Alikà (con la denominazione sociale di **Bridge Srl**, modificata poi nel Luglio 1996 in **Reply Srl**, e quindi nel Luglio 2000 modificata in quella attuale). Ottiene subito importanti risultati economico-finanziari, caratterizzati da una crescita costante e significativa anche per via del settore altamente innovativo nel quale opera. Nel dicembre 2000 si quota nel segmento STAR della Borsa Italiana a Milano.

Per rafforzare la propria presenza in Europa, inizia una strategia di acquisizioni, soprattutto attiva negli ultimi 5-6 anni. Tra le operazioni concluse si possono sottolineare quelle più significative: nel 2008 **Communication Valley Spa** (Parma, Italia) e **Glue** (UK), nel 2009 **Centro Ricerche Motorola** (Torino, Italia), nel 2010 **Riverland Solutions GmbH** (Germania), nel 2011 **Portaltech** e **Avantage** (UK) e per concludere nel 2012 **Avvio Design Associates** (UK) e **Arlains Software AG** (Germania).

4.Le attività di M&A (strategia seguita)

In quest'ottica prima di partire con l'analisi delle operazioni, definiamo quelle che sono le acquisizioni effettuate dalla società che interessano l'arco temporale 2007-2012:

Target	Nazione Target	Anno	Quota
1.Arlains Software	Germania	2012	100%
2.Avvio Design Associates	UK	2012	100%
3.Portaltech	UK	2011	80%
4.Avantage	UK	2011	51%
5.Riverland Solutions GmbH	Germania	2010	75%
6.Centro Ricerche Motorola	Italia	2009	100%
7.Communication Valley Spa	Italia	2008	100%
8.Glue	UK	2008	100%

Tabella 6: Le acquisizioni di Reply Spa nel periodo 2007-2012

La gestione della strategia aziendale rappresenta il massimo livello delle attività manageriali e si configura come il processo di definizione degli obiettivi, sviluppo delle politiche e pianificazione delle azioni e delle risorse per il raggiungimento degli obiettivi.

Essendo collocata su un mercato relativamente nuovo ed altamente innovativo (il mercato della consulenza informatica), la società è assoggettata in modo più influenzabile ad una serie di rischi, sia di natura esterna (ad esempio rischi connessi all'evoluzione dei servizi legati all'ICT) che interna. Proprio per questo motivo, nelle politiche di acquisizione adottate, la società ha dovuto tener conto di eventuali rischi aggiuntivi, che potrebbero causare mal andamenti nel raggiungimento degli obiettivi.

Le acquisizioni condotte da Reply Spa nell'intervallo 2007-2008, rappresentano sia finalità finanziarie che strategiche. Ossia, oltre a raggiungere miglioramenti nei risultati economico-finanziari ottenuti, si punta anche su obiettivi di natura strategica: usare tale meccanismo per crescere ulteriormente entrando in nuovi mercati, aumentando la propria quota in mercati già esistenti, eliminare la concorrenza e acquistare competenze e *know how* tecnico. Perciò, essendo le società target tutte operative nello stesso comparto della bidder (il settore della consulenza informatica), possiamo affermare che la strategia principale delle acquisizioni di Reply Spa è l'internalizzazione¹⁸, ossia l'espansione fuori dal mercato domestico italiano (particolarmente in Germania e Regno Unito) per il raggiungimento degli obiettivi di crescita ulteriore che la società e il gruppo pongono nel lungo termine.

5. Le performance

In questa quinta ed ultima parte, vengono prese in considerazione le performance della società successivamente alla conclusione delle operazioni di acquisto, in modo tale da poter definire tramite l'analisi degli indici di bilancio (di redditività e finanziari) l'eventuale andamento dell'attività post-acquisizione. Di fatto, considerando i bilanci di fine esercizio nell'arco temporale 2007-2012 (reperibili dal database AIDA), si possono identificare alcuni indicatori significativi.

<i>Reply Spa</i>	31/12/12	31/12/11	31/12/10	31/12/09	31/12/08	31/12/07
Fatturato	257.783.440	230.525.330	213.629.735	165.642.176	135.936.253	112.020.858
EBIT	6.353.141	5.585.286	-1.114.246	-4.957.383	-1.480.231	-3.014.904
Risultato netto	16.226.110	13.148.710	14.043.415	11.127.575	15.795.452	11.794.571

¹⁸ Secondo anche quanto riferito dal Finance Director di Reply Spa tramite la compilazione del questionario.

EBITDA/Vendite(%)	0,94	0,96	-0,14	-2,45	-0,46	-2,02
ROI	0,02	0,01	-0,69	-3,96	-1,17	-2,99
ROS	0,03	0,025	-0,52	-2,99	-1,09	-2,69
Oneri fin./Fatturato(%)	0,18	0,11	0,71	1,24	1,96	1,3
Debiti a breve/Tot.Debiti	0,86	0,83	0,9	0,91	0,85	0,78
Costi/Fatturato	0,98	0,98	1,01	1,03	1,01	1,03
Ind.di indipend.fin (%)	29,5	30,0	32,2	34,42	35,62	38,1
Attivo Circolante	278.785.406	238.489.861	207.880.079	178.061.813	152.352.216	119.327.633

19

- Osservando il **fatturato** negli anni sottoposti all' analisi, notiamo una crescita evidente e costante che viene confermata da anno in anno (nel grafico seguente viene riportato l'andamento del fatturato con accanto le acquisizioni effettuate per ogni anno). In effetti, i valori raggiunti nelle estremità dell' intervallo temporale raddoppiano (si passa da 112.020.858 milioni di Euro nel 2007 a 257.783.440 milioni di Euro nel 2012). Effettuando un confronto con i dati che precedono l'intervallo 2007-2012 la situazione non cambia affatto; i risultati appartenenti all'arco temporale oggetto di analisi sono sempre più alti dei dati registrati nel 2005 e 2006, rispettivamente 79.913.766 e 95.403.000 milioni di Euro. Un risultato questo che rappresenta forse l'effetto migliore delle operazioni di M&A sulla società.

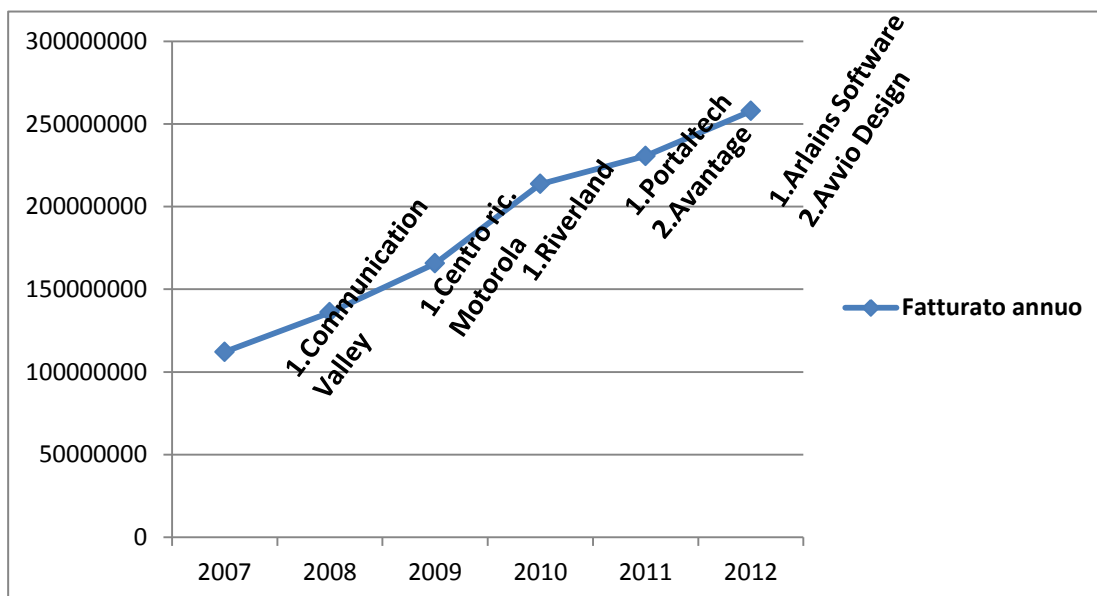


Grafico nr 15: Fatturato annuo Reply

Fonte: elaborazione propria su dati AIDA

¹⁹ La tabella rispecchia i dati del bilancio non consolidato, appartenenti alla società Reply Spa, non al Gruppo (in migliaia di Euro).

Un andamento non così costante quanto il fatturato si verifica invece per il **risultato operativo (EBIT)**. Di fatto, fino al 2010 *la redditività operativa della società segna valori negativi* (questo significa che i costi totali eccedono il valore della produzione); si tratta di un fenomeno iniziato già negli anni che precedono il periodo di osservazione (facendo riferimento ai dati riportati dal database AIDA). Tale situazione si spezza nel 2011, quando l' EBIT raggiunge valori positivi, che aumentano ulteriormente nel 2012. La differenza tra la redditività operativa registrata nel 2007 e quella a fine 2012 risale a circa 9.368.045 milioni di Euro. **La redditività netta** invece (sempre mantenuta a valori positivi), rappresenta i valori minimi nel 2007 e 2009, per poi ripartire con una crescita costante che dura fino al 2012 (dovuta probabilmente al calo evidente degli oneri finanziari a partire dal 2010, vedi tavola sopra). L'ultimo anno segna infatti la massima redditività netta raggiunta dalla società, che rappresenta un aumento di quasi 37% rispetto al 2007. La stessa conclusione si ottiene anche paragonando i dati dell'intervallo 2007-2012 con quelli raggiunti 2 anni prima, ossia 2005 e 2006, dove i valori (rispettivamente Euro 4.420.833 e Euro 550.000) sono sempre al di sotto di quelli registrati durante gli anni oggetto di studio. Gli **indici di redditività operativa degli investimenti e delle vendite**, ossia rispettivamente **ROI** e **ROS**, vanno di pari in passo. *Rappresentano infatti tutti e due dei valori negativi fino al 2010 (si tratta di una situazione che è iniziata già negli anni che precedono l'analisi); negli ultimi due anni poi assumono valori positivi.* Si tratta dunque, dello stesso andamento (e dei stessi segni +/-) registrati per l' EBIT. Questo significa che, a causa di una redditività operativa negativa, la redditività degli investimenti e delle vendite assume ugualmente lo stesso segno (-), che però cambia negli ultimi due anni (2011 e 2012). **L'incidenza dei costi totali sul fatturato annuo**, subisce delle variazioni ridotte nel corso del periodo considerato. Solo negli ultimi due anni registra un calo, cosa che determina un effetto positivo per la società. Nel 2011 e 2012 tale indice assume per la prima volta durante il periodo di studio valori inferiori ad 1, il che significa che l'ammontare dei costi sostenuti risulta inferiore rispetto al fatturato annuo conseguito. Riportiamo nel grafico seguente l'andamento dei due indici ROI/ROS nel periodo 2007-2012:

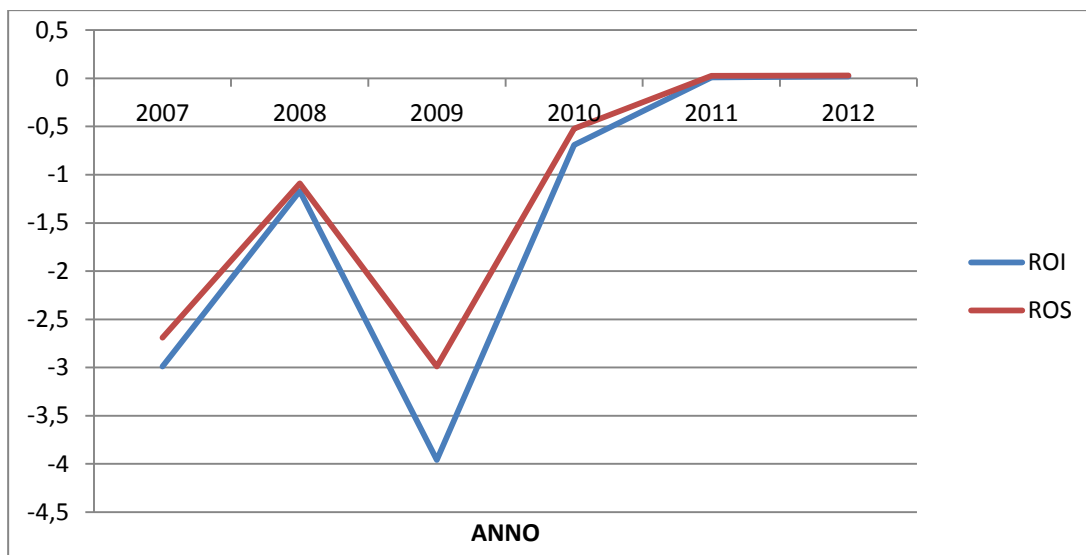


Grafico nr.16: Andamento ROI e ROS (Reply)

Fonte: elaborazione propria su dati AIDA

- Per quanto riguarda la parte finanziaria, possiamo definire che le operazioni di acquisizione hanno ridotto il grado di autonomia finanziaria della società. Questo perché, considerando **l'indice di indipendenza finanziaria**, si verifica un calo costante ed evidente durante tutto il periodo di analisi. Infatti, se facciamo riferimento ai valori delle due estremità temporali, si può definire una riduzione di quasi 8,6% del grado di indipendenza finanziaria (siccome si passa da 38,1% nel 2007 a 29,5% a fine 2012). Questo significa che l'effettuazione delle operazioni di acquisizione ha generato un eccessivo fabbisogno finanziario e richiesto fonti di finanziamento che la società non disponeva, e che di conseguenza ha dovuto ricorrere alle banche per ottenerli. **L'indebitamento a breve termine** invece rappresenta un andamento un po più variabile: aumenta fino al 2009 per poi subire un calo fino al 2012 (rimanendo però sempre superiore rispetto al valore minimo registrato nel 2007). Questo significa che nel ricorrere ai finanziamenti da terzi, la società ha dovuto accettare contratti di breve termine per coprire il fabbisogno finanziario generato dalle acquisizioni effettuate.

Oltre ai dati reperibili su diversi siti internet, libri e riviste consultati, sono prese in considerazione anche informazioni provenienti direttamente dalla società, tramite la

compilazione di un questionario dettagliato inviato al finance director di Reply²⁰. Alcune delle informazioni più importanti vengono raggruppate nei seguenti punti:

- 1) Su 7 operazioni di acquisizione, 5 (Arlains Software AG, Avvio Design Associates, Portaltech+Avantage, Riverland Solutions GmbH e Glue) hanno avuto come obiettivo il perseguimento di strategie di internalizzazione; mentre le altre 2 hanno seguito la linea della diversificazione (Centro Ricerche Motorola e Communication Valley Spa). Questo significa che lo scopo principale che ha portato la società verso la conclusione di operazioni di questo tipo è decisamente l'entrata e il rafforzamento in nuovi mercati esteri (particolarmente Germania e Regno Unito). Solo quasi il 30% delle acquisizioni manifesta l'obiettivo della diversificazione, ossia ridurre la rischiosità della propria operatività.
- 2) Le sinergie che la società intendeva raggiungere tramite le acquisizioni concluse sono maggiormente sinergie di ricavo (aumento del volume di vendite, riduzione economie di scala ecc); solo l'acquisto del Centro Ricerche Motorola determina sinergie operative (condivisione *know-how* tecnico).
- 3) Nessuna delle società acquisite ha richiesto interventi di ristrutturazione della target; si tratta infatti di un fenomeno inesistente che ci fa capire l'eventuale stato di buon salute delle società acquisite da Reply.
- 4) La fase pre-contrattuale (particolarmente la *due-diligence*) assume un'importanza rilevante nell'eventuale successo dell'acquisizione (infatti, il *finance director* della società ha attribuito a tale fase un'importanza di 4 punti, su una scala che va da **0-5**). Secondo le informazioni reperite dal questionario, tutte le operazioni di acquisizione sono state sottoposte a valutazioni di fattibilità pre-contrattuale, utilizzando sempre analisi del *Business Plan*, e in alcuni casi l'analisi del *Net Present Value (NPV)* o l'individuazione di *Opzioni Reali*.
- 5) Secondo quanto riferito, nel sostenere il fabbisogno finanziario generato dalle operazioni di acquisizione Reply ha fatto maggiormente ricorso all'indebitamento (70%) scegliendo tra le varie forme del debito il *Senior Debt*. Per la parte restante del fabbisogno (30%), si usa in parte l'autofinanziamento (50%) e in parte l'equity (50%) tramite l'entrata di nuovi azionisti nel capitale della società.

²⁰ Il questionario completo viene riportato in pagina 99.

- 6) Con riferimento ad un arco temporale di 24 mesi dalla conclusione della negoziazione, l'operazione di acquisizione che ha creato più valore per la società è Portaltech nel 2011 (UK).
- 7) In termini di un'analisi **Swot**, da quanto riferito, possiamo identificare come fattori di forza ed opportunità (generati dalla conclusione delle acquisizioni) l'internalizzazione e l'ingresso in nuovi mercati/settori; come fattori di debolezza e minacce invece, la durata del periodo di integrazione (generalmente lunga) e l'eventuale perdita di personale chiave.
- 8) Tra le difficoltà di integrazione che la società ha incontrato nella fase post-acquisizione, quelle più frequenti sono del tipo organizzativo e culturale.
- 9) L'attuale situazione economica del mercato, secondo Reply, rappresenta per le società che intendono crescere per via esterna un fattore frenante per le difficoltà nel reperire fonti di finanziamento piuttosto che un fattore di stimolo per eventuali prezzi bassi della target.
- 10) Infine, le operazioni di M&A sono ritenute dalla società, che ha fatto ricorso a tale strategia in modo abbastanza frequente negli ultimi anni, creatrici di valore (infatti, dal *finance director* è stato attribuito un punteggio di 4, su una scala da 0-5).

Concludendo, si può confermare che la sperimentazione di operazioni di acquisto influisce positivamente sugli obiettivi di value creation definiti dalla società. Questo perché, le vendite, dal momento della prima acquisizione, iniziano un trend di crescita che non va mai spezzato; infatti il fatturato a fine 2012 rappresenta quasi il doppio del valore registrato nel 2007. Inoltre, la stessa situazione si verifica anche per la redditività: la conclusione delle operazioni di M&A fa sì che la società possa spezzare la tendenza dei valori negativi dell'EBIT (situazione già iniziata negli anni precedenti il 2007), raggiungendo così a fine 2011 e 2012 valori positivi (il risultato netto invece definisce un effetto positivo delle acquisizioni in modo ancora più determinante, in quanto sempre in crescita e sempre positivo).

2.3 Conclusioni

In questa tesi, sono stati analizzati gli aspetti della *value creation* nell'ambito delle operazioni di M&A effettuate dalle *Top 5 Family business* italiane negli ultimi anni (2007-2012). Si sottolinea, che l'analisi dei risultati ottenuti successivamente alla conclusione dell'operazione di acquisto considera un periodo che va fino a 24-36 mesi dopo la negoziazione, in modo tale da attribuire alle società bidder il tempo necessario all'ottenimento degli obiettivi delineati dall'operazione.

Per condurre l'analisi abbiamo fatto ricorso ad un modello di "case study", elaborato per ogni società del campione definito (5 società, tra cui: Amplifon, Autogrill, Campari, Luxottica e Reply). Si tratta di un metodo ampiamente usato anche dalle aziende, come strumento di comunicazione verticale. *La scrittura di un case study ci dà l'opportunità di esporre l'auspicabile abilità a trattare concetti teorici applicandoli a situazioni reali.* Così, eventuali teorie sulle M&A (ad esempio sinergie, value creation ecc) li abbiamo considerati facendo riferimento ai dati quantitativi registrati dalle società nell'arco temporale 2007-2012, per condurre un'analisi non solo completa ma anche (e soprattutto) *veritiera*. Per capire meglio la situazione abbiamo elaborato un questionario, inviato alle società, in modo da permettere di "raccontare" la propria storia di successo al di fuori dei soliti schemi. Si tratta comunque di dati appartenenti ad una situazione del mercato un po' "alterata", a causa delle eventuali difficoltà finanziarie riscontrate; in condizioni del tutto normali gli effetti delle M&A potrebbero verificarsi in modo diverso; dunque l'evoluzione della situazione rappresenta un fattore di criticità. Per questo motivo, le conclusioni dell'analisi, riportate sotto, in diversi tempi potrebbero definire effetti diversi e/o contrari a quanto prestabilito in questo studio.

Considerando *la nazionalità* delle target acquisite dalle nostre bidder, possiamo subito concludere che si tratta piuttosto di operazioni cross-border. Le acquisizioni effettuate ed analizzate sono complessivamente 32; solo 4 di queste (12,5% delle operazioni totali) hanno avuto come obiettivo target collocate in Italia. Questo ci fa capire che il mercato estero si presenta più appetibile per le bidder italiane, in quanto puntano alla crescita tramite l'entrata in nuovi mercati esteri e l'aumento della propria quota in quelli dove sono già presenti. Facciendo riferimento alla quota acquisita invece (vedi tabella seguente), si può dedurre che la maggior parte viene rappresentata acquisizioni totali (23 su 32 operazioni, ossia il 71,9%); 7 su 32 operazioni invece hanno avuto come obiettivo quote superiori al 50% del capitale della target (ossia il 21,9% delle acquisizioni considerate).

Quota	Amplifon	Autogrill	Camapri	Luxottica	Reply	Totale
>50%	0	1	0	1	0	2
<50%	1	1	2	0	3	7
100%	2	4	6	6	5	23
	3	5	8	7	8	32

Le acquisizioni, come modalità di crescita per via esterna, nei casi considerati seguono maggiormente strategie di differenziazione ed internalizzazione. Ad esempio, nel caso Campari²¹, tali strategie rappresentano le linee che hanno guidato la maggior parte delle operazioni concluse nell' arco 2007-2012. In seguito viene riportato un grafico che rispecchia le strategie seguite in ogni acquisizione effettuata da Davide Campari Milano Spa:

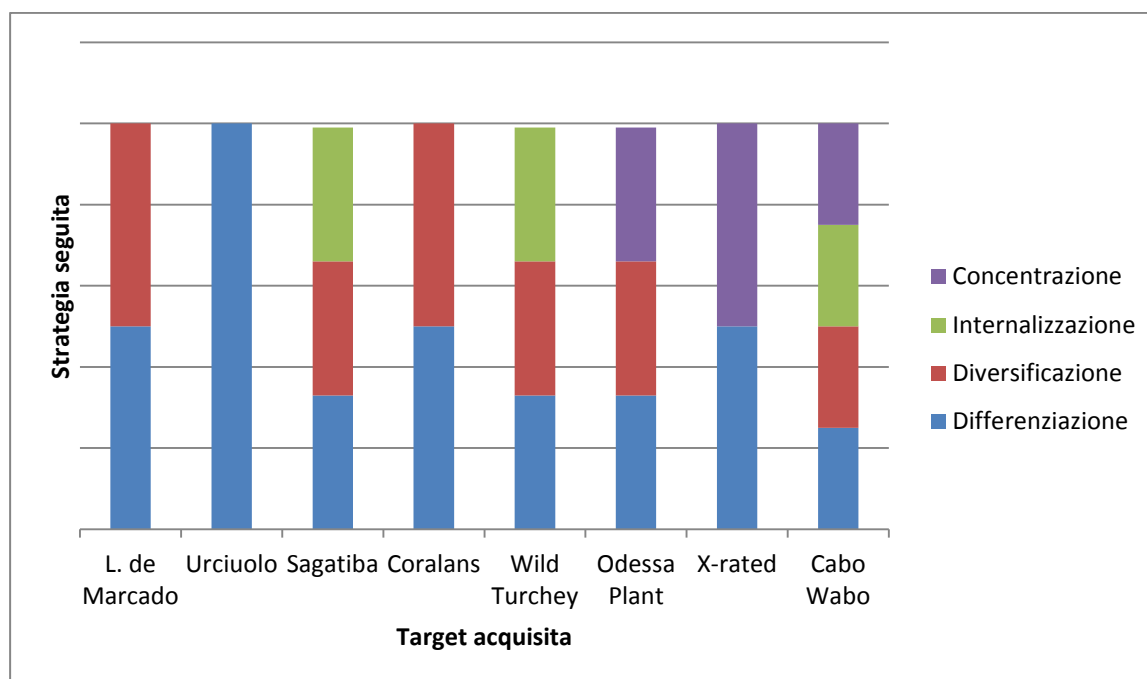


Grafico nr 17: Strategie seguite nelle operazioni di acquisizione Camapri

Fonte: elaborazione su dati Camapri Spa

Da quanto osservato per il caso Campari, si determina che la strategia principale che conduce le operazioni è quella della differenziazione, ossia l'ampliamento della gamma dei prodotti offerti al mercato. Successivamente la strategia di internalizzazione, puntando l'entrata in nuovi mercati esteri tramite le acquisizioni cross-border. La diversificazione invece assume

²¹ Abbiamo riportato specificatamente questo caso in quanto è uno dei due casi sul quale abbiamo avuto informazioni reperibili direttamente dagli organi interni della società.

un ruolo meno rilevante, in quanto la maggior parte delle operazioni di target concluse appartengono allo stesso settore di operatività della bidder. Quei pochi casi nei quali la diversificazione è presente, servono alla bidder per il contenimento della propria rischiosità. Le sinergie che invece si pensa siano la motivazione principale delle M&A, nei casi considerati sono del tipo operativo (economie di scala, ossia riduzione dei costi unitari, aumento del potere di mercato) e sinergie di ricavo.

La fase pre-contrattuale delle operazioni di acquisizione (in particolare la due-diligence) risulta essere indispensabile nell'eventuale successo/insuccesso verificato in seguito. Infatti, le operazioni di acquisizione vengono di solito sottoposte a delle valutazioni di fattibilità pre-contrattuale da parte della bidder, facendo uso soprattutto di analisi del *Net Present Value* e del *Business Plan*, per avere una conoscenza più ampia della situazione economico-finanziaria della target.

Nel condurre l'analisi in termini di *value creation*, abbiamo considerato alcuni degli indicatori più significativi dei dati di bilancio reperibili dal database **AIDA**, sia di natura reddituale (fatturato, EBIT, Risultato Netto, ROI, ROS, ecc) che finanziaria (indice di indipendenza finanziaria, rapporto di indebitamento, indebitamento a breve termine ecc). Oltre a verificare l'andamento dei suddetti indici nell'arco temporale 2007-2012, abbiamo effettuate anche un confronto con i dati registrati dalla società nei due anni precedenti (ossia 2005 e 2006), per meglio comprendere l'evoluzione dei dati ed avere un'idea più chiara su come le operazioni di acquisizione hanno influito sui risultati della bidder.

Nella rappresentazione grafica del fatturato annuo conseguito dalle società, si nota che 4 su 5 ottengono un andamento sempre al rialzo, Ampifon, Campari, Luxottica e Reply, mentre Autogrill registra un andamento tendenzialmente positivo (infatti, nel periodo intermedio dell'osservazione, ossia 2008-2010, si verifica una variazione negativa del fatturato, che però viene contrastata da una forte ripresa negli ultimi due anni dell'analisi). Tale tendenza viene confermata anche facendo riferimento all'andamento delle società sul mercato borsistico. Infatti, da qui si capisce che le società oggetto di quest'analisi negli ultimi 5 anni raggiungo livelli di crescita soddisfacenti, in quanto l'andamento dei prezzi in borsa è tendenzialmente positivo. Questo ci fa capire che nell'effettuare operazioni di acquisizione, le società hanno saputo migliorare la propria gestione, ottenendo così risultati sempre più vicini agli obiettivi di *value creation* definiti dell'azienda.

Inoltre, per quanto riguarda la parte finanziaria, 3 su 5 società analizzate (Amplifon, Autogrill e Luxottica) registrano un andamento positivo dell'indice di indipendenza finanziaria, mentre le altre due (Campari e Reply) un andamento un po più variabile. Generalmente, questo significa che la redditività ottenuta dopo la conclusione delle prime acquisizioni è stata sufficiente nel finanziare i prossimi acquisti, in quanto il peso dell'indebitamento complessivo per le società si riduce. Tale riflesso positivo si manifesta anche a livello dell'indebitamento a breve termine; il suo peso sull'indebitamento complessivo si contrae durante il periodo considerato per tutte le società, facendo capire l'eventuale capacità delle aziende nell'ottenere finanziamenti di lungo termine dalle banche per coprire il fabbisogno finanziario generato dalle acquisizioni effettuate. Con riferimento al caso Campari e Reply, l'eventuale andamento negativo dell'autonomia finanziaria è dovuto al fatto che nel finanziare le operazioni di M&A le società ha fatto ricorso maggiormente all'indebitamento bancario (rispettivamente 100% e 70%)²², facendo uso del Senior Debt. Questo spiega perché l'indice di indipendenza finanziaria della società subisce una variazione negativa negli anni oggetto di analisi.

Con riferimento ai vantaggi derivanti dalle operazioni di M&A, possiamo definire:

- 1) Ampliamento della gamma dei prodotti offerti
- 2) Accesso diretto in alcuni mercati tramite l'aumento della massa critica
- 3) Sfruttamento delle potenzialità di crescita tramite l'acquisizione di brand internazionali
- 4) Aumento della marginalità della società ecc.

Per quanto riguarda gli svantaggi invece:

- 1) Esposizione a mercati emergenti ad alta volatilità
- 2) Eccessivo indebitamento al quale si fa ricorso per finanziare le acquisizioni
- 3) Eventuali difficoltà di integrazione post-acquisizione di natura organizzativa, gestionale e culturale ecc.

Le operazioni di M&A sono ritenute dalle società, che fanno ricorso a tale strategie, come creatrici di valore, in quanto raggiungono livelli di crescita (per via esterna) soddisfacenti. A tale proposito contribuisce anche la situazione economica attuale del mercato, che rappresenta un fattore di stimolo per eventuali prezzi bassi della target, piuttosto che un fattore frenante per l'eventuale difficoltà nel reperire fonti di finanziamento.

²² Secondo quanto riferito dall'Investor Relator di Davide Campari Milano Spa e dal Finance Director di Reply Spa.

2.4 Outlook

Nonostante lievi segnali di stabilizzazione, gli indicatori congiunturali testimoniano il perdurare della fase recessiva dell'economia italiana e mantengono elevata l'incertezza sulle prospettive di ripresa nel biennio 2013-2014, soprattutto per l'andamento negativo della domanda interna e le difficoltà nell'accesso al credito. Questi fattori, accompagnati dalle incognite legate alla situazione politica e dalle incertezze sui processi di riforma e sulle iniziative che si intendono avviare a sostegno della crescita economica, pesano sulle reali possibilità di una ripresa dell'attività M&A nel corso del 2013.

Alcuni segnali positivi sono comunque ravvisabili dalle ultime operazioni annunciate alla fine dello scorso anno e dalle quali sembra emergere un clima di ritrovata fiducia da parte degli operatori stranieri rispetto alla possibilità di portare a termine nuovi investimenti in Italia. Oltre alla cessione del Gruppo Marazzi alla statunitense Mohak per circa 1,1 miliardi di Euro, un ulteriore esempio in tal senso è rappresentato dall'accordo raggiunto da General Electric Co per rilevare dal fondo britannico Cinven e da Finmeccanica (quota di minoranza) le attività aeronautiche di Avio Spa per un controvalore di 1,9 miliardi di Euro (3,3 miliardi se si considera anche la copertura del debito). Ma non è solo il comparto industriale a dare segni di ripresa di un'attività M&A *cross-border-IN*: il Private Equity britannico CVC Capital Partners ha annunciato di aver concluso l'acquisizione di Cerved Group Spa, provider di servizi di banche dati ed informazioni commerciali il cui capitale era detenuta dal 2008 da Bain Capital e Clessidra, per 1,1 miliardi di Euro.

Sul fronte Italia su Estero invece:

- il Gruppo Fincantieri, attraverso la controllata Fincantieri Oil & Gas Spa, ha perfezionato l'acquisizione del 50,75% di STX OSV Holdings Ltd dal colosso coreano STX Europe per un controvalore di circa 455 milioni di Euro, annunciando al tempo stesso la sua intenzione a promuovere un'Offerta Pubblica di Acquisto sulle azioni rimanenti. La conquista di STX OVS, società norvegese quotata alla Borsa di Singapore, leader mondiale nella costruzione di mezzi di supporto alle attività di estrazione e produzione di petrolio e gas naturale (Offshore Support Vessel), consente a Fincantieri l'ingresso in un mercato complementare rispetto a quelli già presidiati, facendolo diventare il quinto costruttore navale di riferimento su scala mondiale alle spalle di 4 gruppi coreani. Il controvalore complessivamente atteso da queste operazioni dovrebbe aggirarsi intorno a 1,0 miliardi di Euro.

- nel mondo *automotive*, accanto alla già citata transazione che ha interessato Aston Martin, si attende il completamento di una serie di operazioni che riguardano la galassia FIAT: oltre all'ulteriore incremento della partecipazione detenuta in Chrysler, salita al 65% dopo l'esercizio della seconda opzione sulla quota detenuta dal fondo Veba (circa 150 milioni di Euro), la realizzazione dell'accordo definitivo raggiunto da FIAT Industrial Spa e dalla controllata CNH Global NV per integrare le attività delle due aziende. In dettaglio, FIAT Industrial e Case New Holland si fonderanno in una NewCo di diritto olandese di nuova costituzione, le cui azioni saranno quotate presso la Borsa di New York e il segmento MTA di Borsa Italiana. L'operazione consentirà la conclusione del processo di semplificazione e razionalizzazione della struttura societaria del Gruppo torinese e determinerà la nascita di un operatore leader nel settore dei *capital goods*, che controllerà sia le macchine movimento terra di CNH sia i veicoli Iveco, oltre ai motori di Fpt.
- nel comparto dell'energia, Erg Spa ha sottoscritto un accordo per acquisire dalla britannica International Power Consolidated Holdings Ltd (Gruppo GDF Sues) l'80% di IP Maestrale Investments Ltd, operatore di energie rinnovabili con una capacità installata di oltre 600 MW, di cui 550 MW localizzati in alcune regioni del Sud Italia; il deal valutato circa 860 milioni di Euro, consentirebbe al Gruppo italiano di diventare il primo operatore nazionale nell'eolico.
- Nel retail, il Gruppo italiano Borletti, proprietario de La Rinascente e già azionista con il 30% di capitale dei grandi magazzini francesi, ha annunciato di essere in trattative esclusive con Rreef (Gruppo Deutsche Bank) per acquisire il restante 70% di Printemps; il valore dell'operazione, che sarà realizzata in cordata con alcuni investitori del Qatar, dovrebbe aggirarsi intorno a 1,8 miliardi di Euro.

Sul mercato domestico, dopo la cessione di Telecom Italia Media e delle relative controllate (in particolare dell'emittente La7 e Cairo Communication) a tener destra l'attenzione sul settore TMT e l'ipotesi di un progetto, di concerto con l'*Authority UE*, per la costituzione di una rete infrastrutturale paneuropea ad opera dei principali della telefonia (Telèfonica, Balgacom, KPN, Deutsche Telecom, Orange, Telecom Italia) allo scopo di fronteggiare la concorrenza proveniente da Stati Uniti e Asia, aree nelle quali, a differenza del Vecchio Continente, il numero di operatori è molto concentrato. Il mondo delle utilities italiane invece ha iniziato l'anno con l'aggregazione tra la bolognese Hera ed Acegas-Aps (municipalizzate di Trieste e Padova), alla quale dovrebbe far seguito, sulla base di un accordo sottoscritto lo

scorso settembre, un possibile ingresso nel capitale da parte di Fondo Strategico Italiano (investimento di circa 100 milioni di Euro per una quota del 6% del Gruppo post-fusione).

Nel settore bancario, invece, gli analisti si attendono, a partire dalla seconda metà del 2013, il possibile avvio di una seconda stagione di aggregazioni tra gli istituti di credito cooperativi italiani; la bassa redditività, i vincoli al *funding*, i problemi legati alla qualità degli *asset*, la regolamentazione e, non ultimo, la creazione dell'Unione Bancaria Europea, sono elementi che potrebbero favorire operazioni M&A finalizzate a sfruttare le potenziali sinergie. Nel comparto assicurativo, accanto alle fusioni dei Gruppi Unipol e Fondiaria-SAI, a tener banco sono le operazioni che riguardano il Gruppo Generali, impegnato nella realizzazione della strategia di rafforzamento della propria presenza nell'Europa Orientale, attraverso l'acquisizione, dal partner Petr Kellner, del 49% residuale della *joint venture* GPH Generali PPF Holding per 2,5 miliardi di Euro. L'operazione, che avrà in due *tranches* (l'acquisto del 24,5% entro Marzo 2013 e la quota restante entro la fine del 2014) consentirà inoltre al Gruppo triestino di acquistare, attraverso un successivo scambio di asset, il 38,46% di Ingostrack, compagnia assicurativa russa detenuta da PPF attraverso la Holding PPF Beta.

Nel risparmio gestito, Azimut ha esercitato l'opzione di *call* incrementando, dal 5% al 10%, la propria partecipazione in Global Menkul Degerler, e rafforzato la joint venture stipulata con il Gruppo turco Global Yatirim Holding allo scopo di creare un forte operatore indipendente sul mercato locale in grado di competere efficacemente con l'offerta bancaria 'tradizionale'. Azimut sta inoltre avviando una joint venture in Brasile e valutando possibili acquisizioni in Sud America, Sud Africa ed Europa Orientale.

2.5 Esempio Questionario

Riportiamo uno dei questionari inviati alle 5 società oggetto di analisi, per meglio capire il contenuto delle informazioni richieste e successivamente ottenute. Le Check List in questione appartengono al caso 'Campari' e 'Relpy' (le due società che hanno risposto positivamente alla compilazione del questionario); va sottolineato il fatto che per tutte le altre società è stato usato lo stesso schema, personalizzando le informazioni per ciascun caso.

QUESTIONARIO DI ANALISI SULLE M&A

CAMPARI SPA



Parte da compilare dall'intervistato

a) Informazioni generali sull'attività

1. Ruolo ricoperto dall'intervistato: Group Investor Relations Senior Analyst

2. Numero di dipendenti della società: 4000

3. a) Il controllo è di tipo familiare?

☒ Sì

☐ No

3. b) Se il controllo è di tipo familiare, qual è la presenza (in percentuale %) della famiglia nel:

> *Capitale sociale:* 51%

> *Consiglio di Amministrazione:* 1 membro:Presidente

> *Executives:* 0%

> *Altro (da specificare)* _____

b) Domande relative alla politica di M&A

4. Accanto ad ogni acquisizione conclusa dalla vostra società(2007-2012) si chiede gentilmente di selezionare la casella corrispondente al tipo di strategia perseguita e il tipo di sinergie che si intendevano raggiungere tramite l'operazione.

<i>Target acquisita</i>	<i>Tipo di Strategia Perseguita</i>	<i>Tipo di sinergie</i>	<i>Interventi di ristrutturazione</i>
Lascelles de Marcado (100%) 2012, Giamaica	<input checked="" type="checkbox"/> s. diversificazione <input type="checkbox"/> s. concentrazione <input checked="" type="checkbox"/> s.differenziazione <input type="checkbox"/> s.internalizzazione	<input checked="" type="checkbox"/> Sin. Operative <input checked="" type="checkbox"/> Sin. di Ricavo <input type="checkbox"/> Sin. Fiscali <input type="checkbox"/> Sin. Finanziarie	<input checked="" type="checkbox"/> Si <input type="checkbox"/> No
Urciuolo + Fasi Battaglia + Mouton Gadet (100%) 2012	<input type="checkbox"/> s. diversificazione <input type="checkbox"/> s. concentrazione <input type="checkbox"/> s.differenziazione <input type="checkbox"/> s.internalizzazione	<input type="checkbox"/> Sin. Operative <input type="checkbox"/> Sin. di Ricavo <input type="checkbox"/> Sin. Fiscali <input type="checkbox"/> Sin. Finanziarie	<input type="checkbox"/> Si <input type="checkbox"/> No
Sagatiba (100%) 2011, Brasile	<input checked="" type="checkbox"/> s. diversificazione <input type="checkbox"/> s. concentrazione <input checked="" type="checkbox"/> s.differenziazione <input checked="" type="checkbox"/> s.internalizzazione	<input checked="" type="checkbox"/> Sin. Operative <input checked="" type="checkbox"/> Sin. di Ricavo <input type="checkbox"/> Sin. Fiscali <input type="checkbox"/> Sin. Finanziarie	<input type="checkbox"/> Si <input checked="" type="checkbox"/> No
Carolans + Frangelico + Irish Mist (100%) 2010	<input checked="" type="checkbox"/> s. diversificazione <input type="checkbox"/> s. concentrazione <input checked="" type="checkbox"/> s.differenziazione <input checked="" type="checkbox"/> s.internalizzazione	<input type="checkbox"/> Sin. Operative <input checked="" type="checkbox"/> Sin. di Ricavo <input type="checkbox"/> Sin. Fiscali <input type="checkbox"/> Sin. Finanziarie	<input type="checkbox"/> Si <input checked="" type="checkbox"/> No
Wild Turchy (100%) 2009, USA	<input checked="" type="checkbox"/> s. diversificazione <input type="checkbox"/> s. concentrazione <input checked="" type="checkbox"/> s.differenziazione <input checked="" type="checkbox"/> s.internalizzazione	<input checked="" type="checkbox"/> Sin. Operative <input checked="" type="checkbox"/> Sin. di Ricavo <input type="checkbox"/> Sin. Fiscali <input type="checkbox"/> Sin. Finanziarie	<input type="checkbox"/> Si <input checked="" type="checkbox"/> No
Odessa Plant of Sparkling Wines (CJSC 99%) 2008	<input checked="" type="checkbox"/> s. diversificazione <input checked="" type="checkbox"/> s. concentrazione <input checked="" type="checkbox"/> s.differenziazione <input type="checkbox"/> s.internalizzazione	<input checked="" type="checkbox"/> Sin. Operative <input checked="" type="checkbox"/> Sin. di Ricavo <input type="checkbox"/> Sin. Fiscali <input checked="" type="checkbox"/> Sin. Finanziarie	<input type="checkbox"/> Si <input checked="" type="checkbox"/> No
X- rated (100%) 2007, USA	<input checked="" type="checkbox"/> s. diversificazione <input checked="" type="checkbox"/> s. concentrazione <input type="checkbox"/> s.differenziazione <input type="checkbox"/> s.internalizzazione	<input checked="" type="checkbox"/> Sin. Operative <input checked="" type="checkbox"/> Sin. di Ricavo <input type="checkbox"/> Sin. Fiscali <input type="checkbox"/> Sin. Finanziarie	<input type="checkbox"/> Si <input checked="" type="checkbox"/> No
Tequila Cabo Wabo (80%) 2007, USA	<input checked="" type="checkbox"/> s. diversificazione <input checked="" type="checkbox"/> s. concentrazione <input checked="" type="checkbox"/> s.differenziazione <input checked="" type="checkbox"/> s.internalizzazione	<input checked="" type="checkbox"/> Sin. Operative <input checked="" type="checkbox"/> Sin. di Ricavo <input type="checkbox"/> Sin. Fiscali <input type="checkbox"/> Sin. Finanziarie	<input checked="" type="checkbox"/> Si <input type="checkbox"/> No

5. Indicare l'importanza della fase pre-contrattuale su una scala da **0 a 5** (in particolare della *due-diligence*) nel successo delle operazioni di M&A? **5**

6. Avete sottoposto le operazioni di M&A ad una valutazione di fattibilità nella fase pre-contrattuale?

☒ **Si**

☐ **No**

7. Qual è stato il metodo usato maggiormente per condurre la valutazione di fattibilità nella fase precontrattuale?

☒ Redazione **Business Plan**

☒ Analisi del Net Present Value (**NPV**)

☐ Individuazione di **Opzioni reali**

☐ Altro (specificare) _____

8. Qual è la combinazione finanziaria migliore per sostenere il fabbisogno generato da una operazione di M&A? (definire la % da voi ritenuta idonea e selezionare nelle caselle accanto, la copertura migliore per ogni forma di finanziamento in questione).

<i>Forma di finanziamento</i>	<i>Tipo di copertura per ogni forma di finanziamento</i>
§ Indebitamento <u>100%</u>	<ul style="list-style-type: none">▪ <input checked="" type="checkbox"/> <i>Senior debt</i>▪ <i>Strumenti ibridi</i><ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> <i>Debito Mezzanino</i><input type="checkbox"/> <i>Obbligazioni convertibili</i><input type="checkbox"/> <i>Cartolarizzazioni</i><input type="checkbox"/> <i>Sale/lease back</i>

§ Autofinanziamento <u>0%</u>	
§ Equity <u>0%</u>	<input type="checkbox"/> Nuovi azionisti in entrata <input type="checkbox"/> Azionisti già esistenti

9. Con riferimento ad un arco temporale di 24 mesi dalla conclusione della negoziazione, l'operazione di M&A che ha creato più valore è?

- ☐ Lascelles de Mercado
- ☐ Urciuolo + Fazi Battaglia + Mouton Gadet
- ☐ Sagatiba
- ☐ Carolans + Frangelico + Irish Mist
- ☒ Wild Turkey
- ☐ Odessa Plant of Sparkling Wines (CJSC)
- ☐ X- Rated
- ☐ Tequila Cabo Wabo

10. Quali sono alcuni fattori di forza, debolezza, opportunità e criticità generati dalle operazioni di M&A concluse (analisi *Swot*)?

<u>a) Fattori di forza</u> <ul style="list-style-type: none">▪ Arricchimento offerta▪ Aumenta massa critica in alcuni mercati ha permesso un accesso diretto	<u>b) Fattori di debolezza</u> <ul style="list-style-type: none">▪ Esposizione a mercati emergenti ad alta volatilità
--	--

<u>c) Opportunità</u> <ul style="list-style-type: none">▪ Sfruttare potenziale di crescita internazionale dei brand▪ Aumentare la marginalità della società▪ Rivitalizzare brand tramite marketing mix	<u>d) Minacce</u> <ul style="list-style-type: none">▪ Indebitamento
---	--

11. Quali difficoltà di integrazione la Vostra società ha incontrato nella fase post-acquisizione?

☒ Organizzative

☒ Gestionali

☐ Legali

☒ Culturali

☐ Altro _____

12. La situazione economica attuale del mercato rappresenta un:

☐ Fattore frenante per le difficoltà a reperire fonti di finanziamento

☒ Fattore di stimolo per eventuali prezzi bassi

☐ Altro _____

13. Le operazioni di M&A sono creatrici di valore per le bidder che fanno ricorso a tale strategia?(specificare su una scala da 0 a 5): 5

Grazie della vostra disponibilità e collaborazione!

**Università di Pisa, Dipartimento di Economia e
Management**



QUESTIONARIO DI ANALISI SULLE M&A

REPLY SPA



Parte da compilare dall'intervistato

a) Informazioni generali sull'attività

1. Ruolo ricoperto dall'intervistato: Finance Director

2. Numero di dipendenti della società: circa 4000

3. a) Il controllo è di tipo familiare?

☒ Si

☐ No

3. b) Se il controllo è di tipo familiare, qual è la presenza (in percentuale %) della famiglia nel:

> *Capitale sociale* _____

> *Consiglio di Amministrazione* _____

> *Executives* _____

> *Altro (da specificare)* _____

b)Domande relative alla politica di M&A

4. Accanto ad ogni acquisizione conclusa dalla vostra società (2007-2012) si chiede gentilmente di selezionare la casella corrispondente al tipo di strategia perseguita e il tipo di sinergie che si intendevano raggiungere tramite l'operazione.

<i>Target acquisita</i>	<i>Tipo di Strategia Perseguita</i>	<i>Tipo di sinergie da raggiungere</i>	<i>Interventi di ristrutturazione della target</i>
Arlains Software AG (100%), 2012 Germania	<input type="checkbox"/> s.diversificazione <input type="checkbox"/> s.concentrazione <input type="checkbox"/> s.differenziazione <input checked="" type="checkbox"/> s.internalizzazione	<input type="checkbox"/> Sin. Operative <input checked="" type="checkbox"/> Sin. di Ricavo <input type="checkbox"/> Sin. Fiscali <input type="checkbox"/> Sin. Finanziarie	<input type="checkbox"/> Si <input checked="" type="checkbox"/> No
Avvio Design Associates (100%), 2012 UK	<input type="checkbox"/> s.diversificazione <input type="checkbox"/> s.concentrazione <input type="checkbox"/> s.differenziazione <input checked="" type="checkbox"/> s.internalizzazione	<input type="checkbox"/> Sin. Operative <input checked="" type="checkbox"/> Sin. di Ricavo <input type="checkbox"/> Sin. Fiscali <input type="checkbox"/> Sin. Finanziarie	<input type="checkbox"/> Si <input checked="" type="checkbox"/> No
Portaltech (80%) + Advantage (51%) 2011 UK	<input type="checkbox"/> s.diversificazione <input type="checkbox"/> s.concentrazione <input type="checkbox"/> s.differenziazione <input checked="" type="checkbox"/> s.internalizzazione	<input type="checkbox"/> Sin. Operative <input checked="" type="checkbox"/> Sin. di Ricavo <input type="checkbox"/> Sin. Fiscali <input type="checkbox"/> Sin. Finanziarie	<input type="checkbox"/> Si <input checked="" type="checkbox"/> No
Riverland Solutions GmbH (75%) 2010 Germania	<input type="checkbox"/> s.diversificazione <input type="checkbox"/> s.concentrazione <input type="checkbox"/> s.differenziazione <input checked="" type="checkbox"/> s.internalizzazione	<input type="checkbox"/> Sin. Operative <input checked="" type="checkbox"/> Sin. di Ricavo <input type="checkbox"/> Sin. Fiscali <input type="checkbox"/> Sin. Finanziarie	<input type="checkbox"/> Si <input checked="" type="checkbox"/> No
Centro Ricerche Motorola, 2009 Torino	<input checked="" type="checkbox"/> s.diversificazione <input type="checkbox"/> s.concentrazione <input type="checkbox"/> s.differenziazione <input type="checkbox"/> s.internalizzazione	<input checked="" type="checkbox"/> Sin. Operative <input type="checkbox"/> Sin. di Ricavo <input type="checkbox"/> Sin. Fiscali <input type="checkbox"/> Sin. Finanziarie	<input type="checkbox"/> Si <input checked="" type="checkbox"/> No
Communication Valley Spa (100%) 2008, Parma	<input checked="" type="checkbox"/> s.diversificazione <input type="checkbox"/> s.concentrazione <input type="checkbox"/> s.differenziazione <input type="checkbox"/> s.internalizzazione	<input type="checkbox"/> Sin. Operative <input checked="" type="checkbox"/> Sin. di Ricavo <input type="checkbox"/> Sin. Fiscali <input type="checkbox"/> Sin. Finanziarie	<input type="checkbox"/> Si <input type="checkbox"/> No
Glue (100%), 2008 UK	<input type="checkbox"/> s.diversificazione <input type="checkbox"/> s.concentrazione <input type="checkbox"/> s.differenziazione <input checked="" type="checkbox"/> s.internalizzazione	<input type="checkbox"/> Sin. Operative <input checked="" type="checkbox"/> Sin. di Ricavo <input type="checkbox"/> Sin. Fiscali <input type="checkbox"/> Sin. Finanziarie	<input type="checkbox"/> Si <input checked="" type="checkbox"/> No

5. Indicare l'importanza della fase pre-contrattuale su una scala da **0 a 5** (in particolare della *due-diligence*) nel successo delle operazioni di M&A? **4**

6. Avete sottoposto le operazioni di M&A ad una valutazione di fattibilità nella fase pre-contrattuale?

☒ **Si**

☐ **No**

7. Qual è stato il metodo usato maggiormente per condurre la valutazione di fattibilità nella fase precontrattuale (indicare accanto ad ogni metodol'importanza su una scala da 0 a 5)

☒ Redazione **Business Plan** (**5**)

☒ Analisi del Net Present Value (**NPV**) (**1**)

☒ Individuazione di **Opzioni reali** (**1**)

☐ Altro (specificare)_____

8. Qual è la combinazione finanziaria migliore per sostenere il fabbisogno generato da una operazione di M&A? (definire la % da voi ritenuta idonea e selezionare nelle caselle accanto, la copertura migliore per ogni forma di finanziamento in questione).

<i>Forma di finanziamento</i>	<i>Tipo di copertura per ogni forma di finanziamento</i>
§ Indebitamento <u>70%</u>	<ul style="list-style-type: none">▪ <input checked="" type="checkbox"/> <i>Senior debt</i>▪ <i>Strumenti ibridi</i><ul style="list-style-type: none"><input type="checkbox"/> <i>Debito Mezzanino</i><input type="checkbox"/> <i>Obbligazioni convertibili</i><input type="checkbox"/> <i>Cartolarizzazioni</i><input type="checkbox"/> <i>Sale/lease back</i>
§ Autofinanziamento <u>50%</u>	
§ Equity <u>50%</u>	<ul style="list-style-type: none"><input checked="" type="checkbox"/> <i>Nuovi azionisti in entrata</i><input type="checkbox"/> <i>Azionisti già esistenti</i>

9. Con riferimento ad un arco temporale di 24 mesi dalla conclusione della negoziazione, l'operazione di M&A che ha creato più valore è?

☐ Arlains Software AG

- ☐ Avvio Design Associates
- ☒ Portaltech
- ☐ Advantage
- ☐ Riverland Solutions
- ☐ Centro Ricerche Motorola
- ☐ Communications Valley Spa
- ☐ Glue

10. Quali sono alcuni fattori di forza, debolezza, opportunità e criticità generati dalle operazioni di M&A concluse (analisi *Swot*)?

<p>a) <u>Fattori di forza</u></p> <ul style="list-style-type: none">▪ Internazionalizzazione	<p>b) <u>Fattori di debolezza</u></p> <ul style="list-style-type: none">▪ Durata del periodo di integrazione
<p>c) <u>Opportunità</u></p> <ul style="list-style-type: none">▪ Ingresso in nuovi mercati/settori	<p>d) <u>Minacce</u></p> <ul style="list-style-type: none">▪ Perdita di personale chiave

11. Quali difficoltà di integrazione la Vostra società ha incontrato nella fase post-acquisizione?

- ☒ Organizzative
- ☐ Gestionali
- ☐ Legali
- ☒ Culturali
- ☐ Altro _____

12. La situazione economica attuale del mercato rappresenta un:

☒ Fattore frenante per le difficoltà a reperire fonti di finanziamento

☐ Fattore di stimolo per eventuali prezzi bassi

☐ Altro_____

13. Le operazioni di M&A sono creatrici di valore per le bidder che fanno ricorso a tale strategia?(specificare su una scala da **0** a **5**) **4**

Grazie della vostra disponibilità e collaborazione!

2.6 Bibliografia

AIFI, *Come valutare, acquistare e cedere un' azienda?*, Tavolo di Lavoro Merger&Acquisition.

Agrawal R., Srinivasa Reddy K., *Designing case studies from secondary sources – A conceptual framework*, International Management Review, Vol. 8, nr. 2, 2012.

Al-Shbiel S.O., Al-Zeaud A.H., *Multivariate volatility and spillover effects in financial markets – Case study USA and major European Markets*, Interdisciplinary Journal of contemporary research business, 2012.

Aureli S., Ciamboti M., Demartini P., *Italy: Demand for social responsibility in M&A*, The Journal of Corporate Accounting & Finance, Sep/Oct 2011.

Boschetti M., Nigh J. O., *M&A Due-diligence: the 360 degree view*.

Bosi M., *Davide Campari*, Intesa SanPaolo Servizio Studi e Ricerche, 12 Sep. 2011.

Calori G., *Il valore della sinergia*, WKI Ipsoa Editore.

Capasso A., Meglio O., *Fusioni e acquisizioni: teorie, metodi e esperienze*, pp 84, Franco Agnelli, Milano 2009, Italy.

Cugno M., *Il sistema family business. Un patrimonio da valorizzare*, pp. 77, Franco Agnelli, Milano 2011, Italy.

Dul J., Hak T., *Case study methodology in business research*, Elsevier Ltd, Chennai 2008, India.

Herd Th. J., Mc. Manus R., *Chi dice che l'M&A non crea valore?*, Outlook, la rivista del business ad alta performance, nr 1., 2012.

Hulland J., Murshed F., Swaminathan V., *Value creation following M&A announcements: The role of strategic emphasis alignment*, Journal of Marketing research, Feb. 2008.

Intrigano C., Rossi F., *Do M&A create value for shareholders? An analysis of the Italian Banking Sector*, Chinese Business Review, Vol 11., nr 2., Feb. 2012.

KPMG., *Rapporto 2012 Merger & Acquisition's*, KPMG Advisory Report, Marzo 2013.

Kumar K., Peiro M., *Determinants of the ex-post performance of M&A: a case study*.

Mariana V., *An overview on the determinants of M&A waves*, Annals of the University of Oradea.

Mariana V., *European cross-border M&A – Realities and perspectives*, Annals of the University of Oradea.

Mohamed Arabi K. H., *Estimation of exchange rate volatility via GARCH model – A case study*, International Journal of Economics and Finance, Vol 4., nr 11., 2012.

Napoli F., *The effect of Corporate Governance processes of strategy change and value creation in small/medium sized firms*, International Journal of Management, Vol 29., nr 3 part 2., Sep. 2012.

Operazioni di Merger & Acquisition realizzate nei settori della moda nel 2012, PAMBIANCO M&A, Gen. 2013.

Petrocchi M., *Le fusioni di società. Disciplina civilistica, tributaria, adempimenti e prassi contabile*, pp 2., EBC, Milano, 1992.

Vazirani N., *M&A perform evaluation – a literature review*, SIES Journal of management, Vol 8. (2), Sep. 2012.

Williams C. K., Jr. Wynn D., *Principles for conducting critical realist case study research in information systems*, Mis Quarterly, Vol 6, nr 3. pp 787-810, Sep. 2012.

Wozniak L., *Asian Merger & Acquisition still going strong*, Finance Asia, Oct. 2012.

2.7 Siti web consultati

<http://www.borsaitaliana.it>

<http://www.aida.bvdep.com>

<http://www.kpmg.com/it>

<http://www.ey.com>

<http://www.amplifon.it>

<http://www.autogrill.it>

<http://www.campari.com>

<http://www.luxottica.com>

<http://www.reply.it>

<http://www.ilsole24ore.com>

